الإدارة المالية

د. أسامة عبد الخالق الأنصاري

الإدارة المالية

الدكتور

أسامة عبد الخالق الأنصاري

دكتوراه إدارة الأعمال

(تمويل وبنوك) جامعة أدنبرة (اسكتلندا)

أستاذ إدارة الأعمال المساعد

كلية التجارة – جامعة القاهرة

فهرس

الفصل الأول

الفصل الثاني

الفصل الثالث

الفصل الرابع

الفصل الخامس

الفصل السادس

الفصل السابع

الفصل الثامن

الفصل التاسع

الفصل العاشر

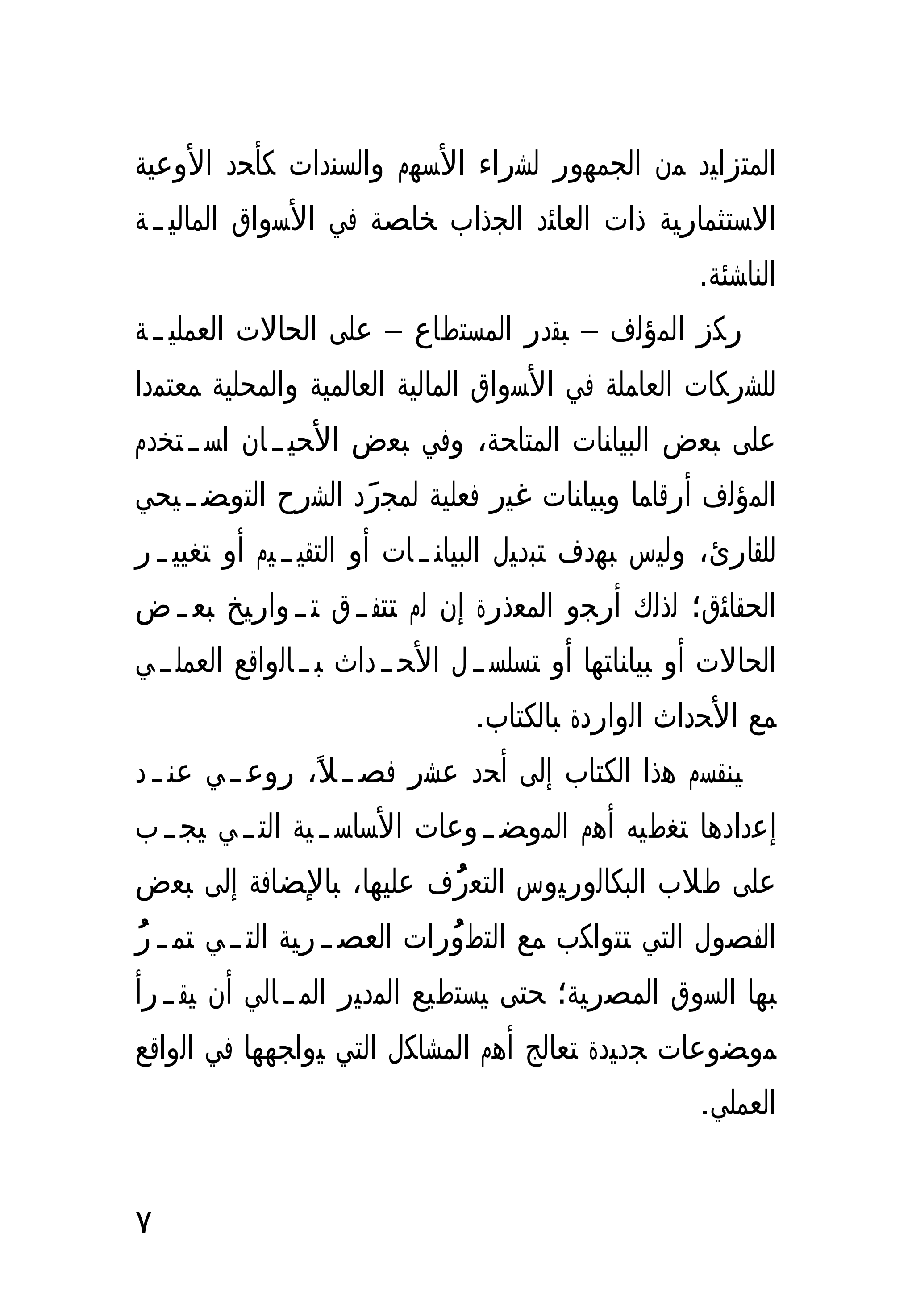
الفصل الحادي عشر

الملاحــــق

المقدِّمة

يطيب إليَّ أن أقدم للقارئ الطبعة الأولى من كتاب "الإدارة المالية"، والجزء الثاني من سلسلة المراجع الحديثة في التمويل والبنوك؛ حيث سبق للمؤلف أن قام بإصدار الجزء الأول من السلسلة، والخاص بإدارة البنوك التجارية وكذلك إدارة البنوك التجارية والبنوك الإسلامية الذي صدر في أربع طبعات متتالية منذ عام ١٩٨٦ وحتى عام ١٩٩٥، وذلك في جمهورية مصر العربية، ودولة الإمارات العربية المتحدة، ودولة الكويت.

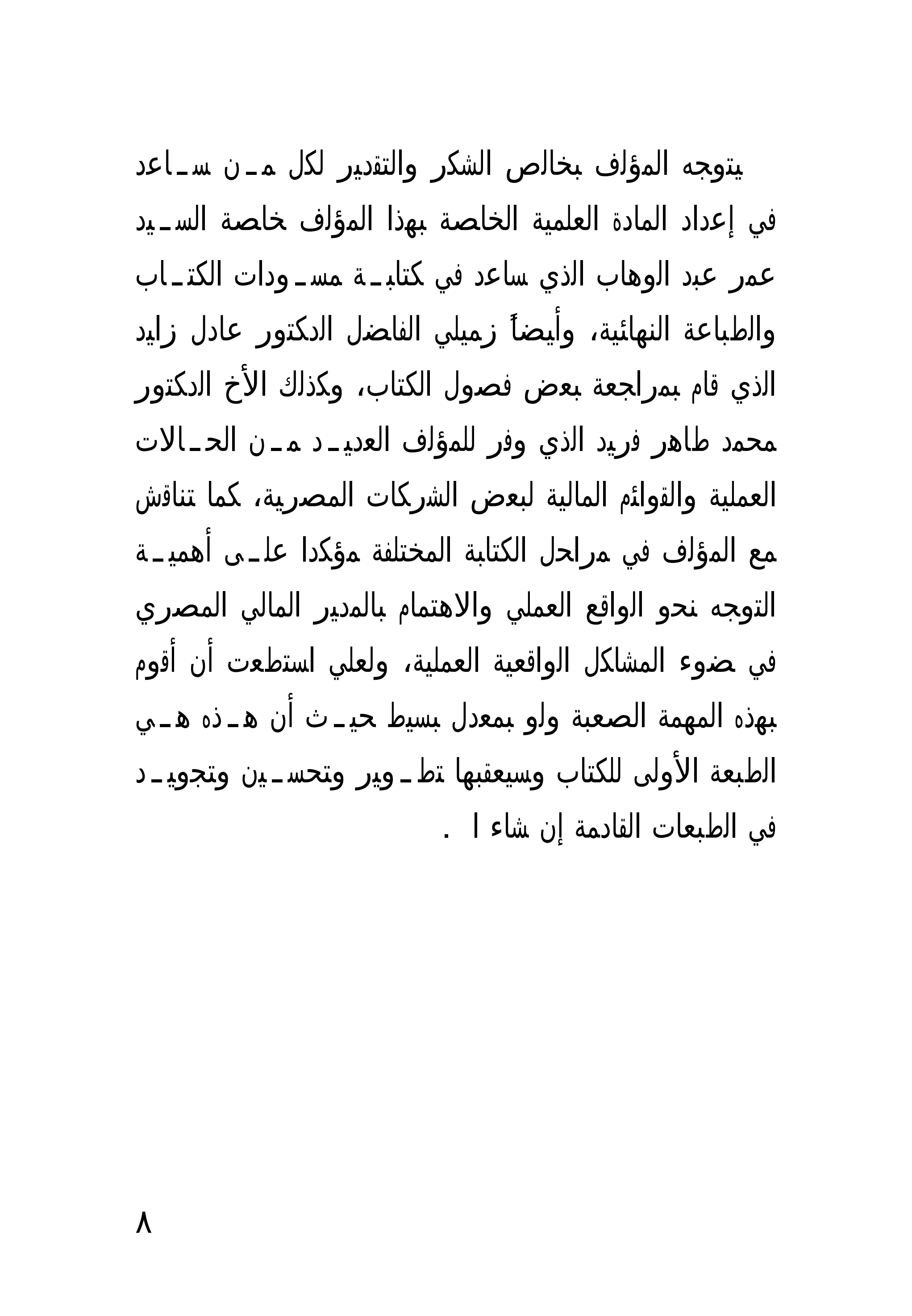
يتناول المؤلف في هذا الكتاب بعض الموضوعات الأساسية في الإدارة المالية، والتي تهمُّ القُرَّاء من المستثمرين في أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية، العاملين في شركات قطاع الأعمال العام والخاص – خاصة المدير المالي – والطلاب في مرحلة البكالوريوس، روعيت في هذه الطبعة السهولة في عرض المادة العلمية، بالإضافة إلى إلقاء الضوء على الحالات العملية من واقع السوق المالي المصري، وخاصة في ظل تحوُّل الدولة من قطاع الأعمال العام إلى القطاع الخاص (سياسة الخصخصة) والاهتمام



المتزايد من الجمهور لشراء الأسهم والسندات كأحد الأوعية الاستثمارية ذات العائد الجذاب خاصة في الأسواق المالية الناشئة.

ركز المؤلف – بقدر المستطاع – على الحالات العملية للشركات العاملة في الأسواق المالية العالمية والمحلية معتمدا على بعض البيانات المتاحة، وفي بعض الأحيان استخدم المؤلف أرقاما وبيانات غير فعلية لمجرّد الشرح التوضيحي للقارئ، وليس بهدف تبديل البيانات أو التقييم أو تغيير الحقائق؛ لذلك أرجو المعذرة إن لم تتفق تواريخ بعض الحالات أو بياناتها أو تسلسل الأحداث بالواقع العملي مع الأحداث الواردة بالكتاب.

ينقسم هذا الكتاب إلى أحد عشر فصلاً، روعي عند إعدادها تغطيه أهم الموضوعات الأساسية التي يجب على طلاب البكالوريوس التعرُّف عليها، بالإضافة إلى بعض الفصول التي تتواكب مع التطوُّرات العصرية التي تمرُّ بها السوق المصرية؛ حتى يستطيع المدير المالي أن يقرأ موضوعات جديدة تعالج أهم المشاكل التي يواجهها في الواقع العملي.



يتوجه المؤلف بخالص الشكر والتقدير لكل من ساعد في إعداد المادة العلمية الخاصة بهذا المؤلف خاصة السيد عمر عبد الوهاب الذي ساعد في كتابة مسودات الكتاب والطباعة النهائية، وأيضاً زميلي الفاضل الدكتور عادل زايد الذي قام بمراجعة بعض فصول الكتاب، وكذلك الأخ الدكتور محمد طاهر فريد الذي وفر للمؤلف العديد من الحالات العملية والقوائم المالية لبعض الشركات المصرية، كما تناقش مع المؤلف في مراحل الكتابة المختلفة مؤكدا على أهمية التوجه نحو الواقع العملي والاهتمام بالمدير المالي المصري في ضوء المشاكل الواقعية العملية، ولعلي استطعت أن أقوم بهذه المهمة الصعبة ولو بمعدل بسيط حيث أن هذه هي الطبعة الأولى للكتاب وسيعقبها تطوير وتحسين وتجويد في الطبعات القادمة إن شاء ا .

الفصل الأول

أهمية الإدارة المالية والتحليل المالي لمنظمات الأعمال

من أجلك أنشأنا هذا البنك

يتمتـــع البنـــك التجـــاري الـــدولي Commercial International Bank (CIB) داخل سوق المال المصرية بسمعة طيبة جدا منذ بداية إنشائه تحت اسـم "بنـك تشـيس الأهلـــي" مـــع بدايـــة الانفتـــاح فـــي عـــام ١٩٧٤، ثم توالت قصص نجاح البنك، وزاد عدد فروعه، وتمَّ تغييـر اسم البنك إلى البنك الأهلي التجاري، وقد أصدر البنك أسهما لزيادة رأس المال عن طريق الاكتتـاب العـام للجمهـور، ومن خلال طرح سهم البنك في بورصة الأوراق المالية قفز سعر سهم البنك من ١٠٠ جنيه (كقيمة اسمية) ثم قيمة الطرح الأول للاكتتاب العام (٢٦٠) جنيه حتى وصل سعر السـهم في عام ١٩٩٥/٩٤ إلى ٦١٠ جنيه للسهم؛ نتيجـة لارتفـاع قيمة التوزيعات النقدية والمجانية.

إلا أنه بزيادة عدد الأسهم المجانية للعمـلاء وانخفـاض الطلب على السهم بالبورصة، نتيجة لزيـادة عـدد الأسـهم المعروضة بالسوق، انخفض سـعر السـهم إلـى متوسـط ٤٤٠ جنيه مع شهر يونيو ١٩٩٦، وفور أن أعلنت الجمعية العمومية للمساهمين توزيع أرباح نقدية (عام ٩٥) تقل ٥٠٪

عن العام الماضي (١٩٩٤). بدأ سعر السـهم فـي السـوق في الانخفاض، وتسببت في حالة من القلق المالي للمساهمين في محاولة للتخلص من الأسهم قبل حدوث انخفـاض حـاد في السعر حسب توقعات المساهمين، وحسب تحليل سـلوك أسعار السهم والتوزيعات النقدية خـلال الفتـرات السـابقة. والسؤال الذي يطرح نفسه الآن: "ما هو دور المدير المـالي للبنك في المحافظة على القيمة السوقية للسهم وتعظيم ثـروة حملة الأسهم بالبنك الأهلي التجاري؟".

تطور دور الإدارة المالية والتمويل:

شهدت وظيفة التمويل والإدارة الماليـة خـلال العصـر الحالي تطوُرا جوهريا على المستوى العـالمي والمسـتوى العربي وخاصة السوق المالية المصرية؛ فقد بدأت الإدارات المالية تبتعد عن الاهتمام بمجرَد القيود المحاسبية للعمليـات المالية أو إدارة النقدية وزيادة رأس المال إلى الانطلاق نحو التدخل الفعال في جميـع الأنشـطة الخاصـة بالحصـول على رأس المال وتخصيص الأصول الرأسمالية.

تعريف وظيفة التمويل:

بصفة عامة يمكن تعريف وظيفة التمويل على أنها تطبيق للمبادئ والمفاهيم الاقتصادية عند اتخاذ القرارات وحل المشاكل الخاصة بمنظمات الأعمال، ومن أهم القرارات الإدارية التي تحتاج إلى تطبيق النظريات والأدوات المالية هي قرارات الاستثمار (استخدام الأموال) وقرارات التمويل (زيادة رأس المال أو الحصول على الأموال).

ويمكن إلقاء الضوء بشكل تفصيلي على تعريف وظيفة التمويل من خلال تقسيمها إلى ثلاثة أبعاد رئيسية مع تحديد أهم القرارات المالية الخاصة بكل بعد كما يظهر من الشكل التالي.

الإدارة المالية	الاستثمار للمستثمرين	المؤسسات المالية
داخل منظمة الأعمال	من الأفراد ومديري الاستثمار	البنوك والمؤسسات المالية الأخرى
- الاحتفـــــاظ بالأرصدة النقدية - منح الائتمان. - الاسـتثمار فـي أصول جديدة. - إحلال وتجديـد الأصول القديمة. -الاقتـراض مـن البنوك. - إصدار الأسـهم والسندات	- تقيـيم الأسـهم العادية. - اختيار الأسـهم والسندات المناسبة. -تحليل السـندات (مثـل سـندات الحكومة). - تقيـيم إنجـاز محفظـة الأوراق المالية.	- إدارة الأرصـدة النقدية. - تحديد ملائمة رأس المال. - التعامـل مـع القوانين والإجراءات الحكومية. - تحديـد أسـعار الفائدة على القروض. - تحديـد أسـعار الفائدة على الودائع.

١- الإدارة المالية:

يطلق البعض على وظيفة الإدارة المالية وظيفة تمويل الشركات، وتهتم الإدارة المالية أساسا بالقرارات المالية داخل منظمة الأعمال.

٢- الاستثمار للمستثمرين:

ستركز وظيفة الاستثمار على سلوك الأسواق المالية وتسعير الأوراق المالية.

٣- المؤسسات المالية:

تعمل المؤسسات المالية (البنوك/ سماسرة الأوراق المالية/ شركات التأمين) كوسطاء لمقابلة موردي الأموال مع مستخدميها.

ويعتمد المديرون الذين يعملون في الثلاث مجالات السابقة على المعرفة الأساسية الخاصة بعلم التمويل.

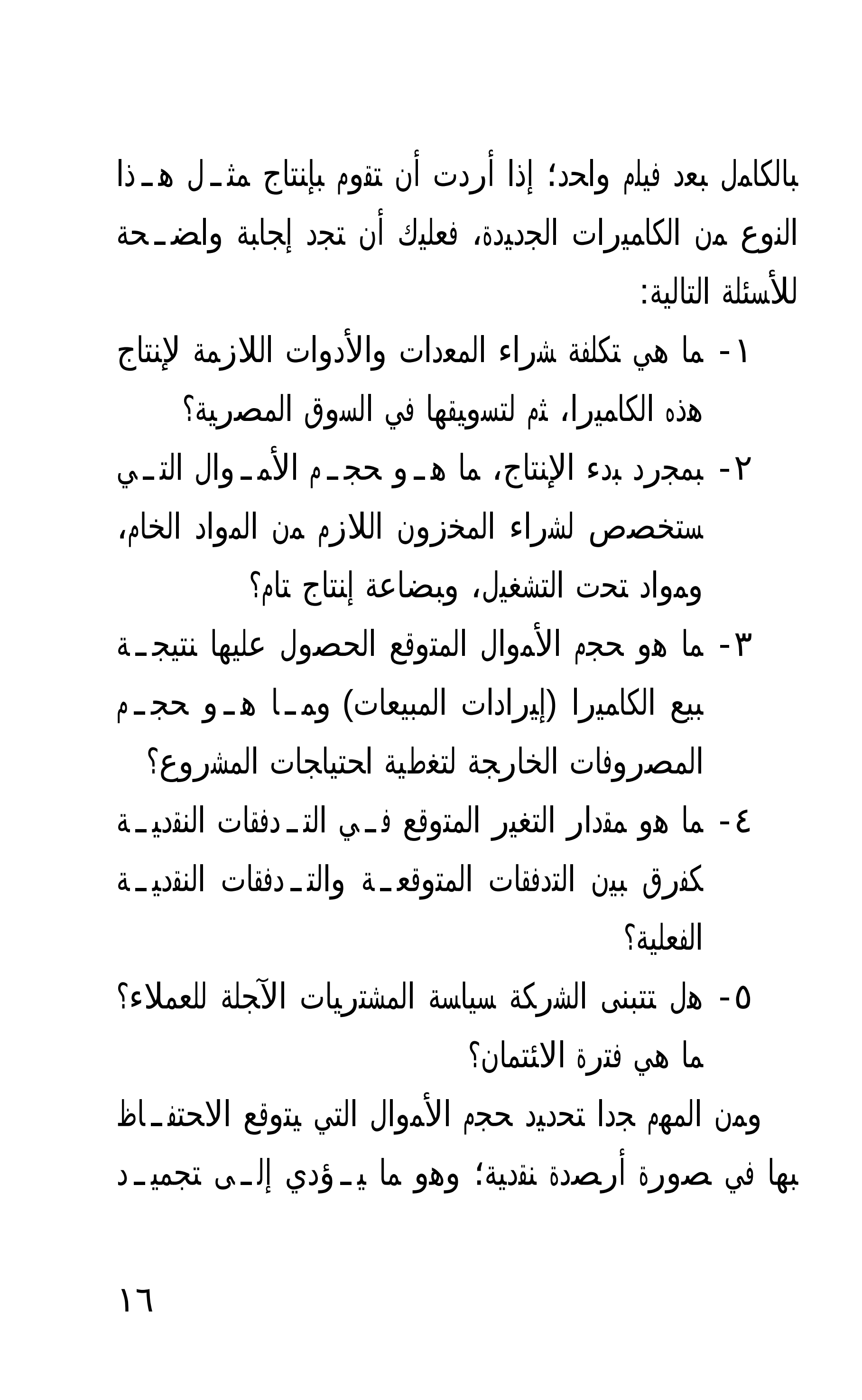
الإدارة المالية والتحليل والمالي

القرارات المالية داخل الشركة:

١- قرارات الاستثمار:

تتعلق قرارات الاستثمار التي يمكن أن يواجهها المـدير المالي داخل الشركة باستخدام وتخصيص الأموال المتاحـة أمام المشروع وذلك في عملية شراء الأصول الثابتة الجديدة، ومثال ذلك قيام شركة مدينة نصـر بشـراء أراضٍ جديـدة في المنطقة الأولى من التوسعات الجديدة في حي مدينة نصر لبناء مساكن، أو قيام المدير المالي بشركة مصـر للتـأمين بالاحتفاظ بسندات الخزانة ضمن محفظـة الأوراق الماليـة الخاصة بالشركة، وعلى العكس من ذلك قـد يكـون قـرار المدير المالي عملية بيع بعض الأصول، ومثال ذلك عنـدما يقرر المدير المالي لشركة تفريغ بحرية بيع الونش الحـالي وتأجير أو شراء ونش جديد لنقل وتفريغ البضائع في الميناء.

والآن دعنا نفكر في أحد رجال الأعمال الـذي يرغـب في تقديم كاميرا جديـدة للسـوق المصـري حيـث يطلـق عليها Disposable Camera وهي كاميرا تنتهـي قيمتهـا



بالكامل بعد فيلم واحد؛ إذا أردت أن تقوم بإنتاج مثل هذا النوع من الكاميرات الجديدة، فعليك أن تجد إجابة واضحة للأسئلة التالية:

١- ما هي تكلفة شراء المعدات والأدوات اللازمة لإنتاج هذه الكاميرا، ثم لتسويقها في السوق المصرية؟

٢- بمجرد بدء الإنتاج، ما هو حجم الأموال التي ستخصص لشراء المخزون اللازم من المواد الخام، ومواد تحت التشغيل، وبضاعة إنتاج تام؟

٣- ما هو حجم الأموال المتوقع الحصول عليها نتيجة بيع الكاميرا (إيرادات المبيعات) وما هو حجم المصروفات الخارجة لتغطية احتياجات المشروع؟

٤- ما هو مقدار التغير المتوقع في التدفقات النقدية كفرق بين التدفقات المتوقعة والتدفقات النقدية الفعلية؟

٥- هل تتبنى الشركة سياسة المشتريات الآجلة للعملاء؟ ما هي فترة الائتمان؟

ومن المهم جدا تحديد حجم الأموال التي يتوقع الاحتفاظ بها في صورة أرصدة نقدية؛ وهو ما يؤدي إلى تجميد

الأموال في شكل أصول سائلة، وقد كان من الممكن استخدامها في مجالات أخرى.

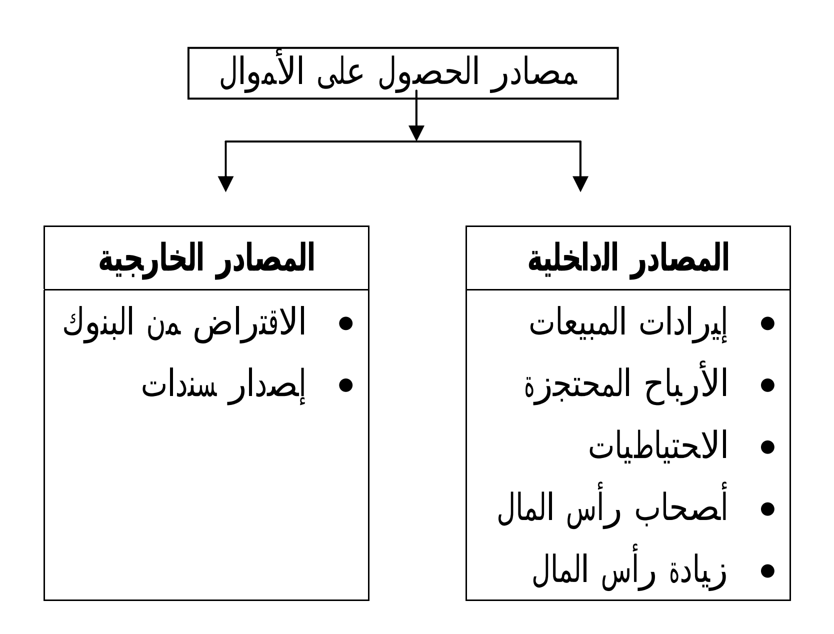
إن الاحتفاظ بالأرصدة النقدية في حالة سيولة يحتاج إلى تحديد حجم الأموال المطلوبة في صورة سائلة، وتحديد مدى التأكد من حجم النقدية التي ستحتاجها مستقبلاً، وكيف سيتمُّ الاحتفاظ بهذه الأموال في صورة سائلة (البنك/ تحت البلاطة/ أسهم الزيوت/ أم شراء سندات الحكومة). ومن الضروري أيضا أن يكون للمدير المالي رؤية عن أهمية أن يكون الرصيد النقدي ثابتًا أم متغيرا خلال العام أم يفضل أن يكون متغيرا بتغير الحاجة الداخلية للنقدية. وأخيرا، على المدير المالي أن يقوم بتحديد البدائل الأخرى المتاحة أمام الشركة في حالة عدم الرغبة في الاحتفاظ بالأصول في شكل نقدية.

ودعنا نطبق المثال السابق على أحد طلاب الجامعة الأمريكية (بالقاهرة)، حيث يقوم الطالب باستثمار أمواله ووقته لتعلم الحاسب الآلي وهذا يعتبر قرار استثمار؛ حيث سيقوم الطالب بالاستثمار في رأس المال البشري (العنصر البشري) الذي يعتبرُ أحد الأصول غير المادية

(غير الملموسة) والتي يمكن تعريفها على أنها تمثل مصدرا لإنتاج العائد في المستقبل، البديل أن تعمل بالثانوية العامة كسكرتير بإحدى الشركات بمرتب ١٠٠ جنيه شهريا أو تتعلم بالجامعة المصرية لتزيد من قدرتك على توليد عائد شهري قد يصل إلى ٧٠٠ جنيه شهريا عقب تخرُجك؛ وبالتالي استثمارك للوقت والأموال في مجال التعليم الجامعي قد يساهم في زيادة القدرة الشخصية على إنتاج الأموال. وبالتالي الفيصل الأساسي هو المقارنة بين التكلفة والعائد الخاص بكل بديل، فإذا زاد العائد عن التكاليف، ففي هذه الحالة أنت أمام استثمار جيد، ويمكن أن تتخذ قرار بذلك.

٢- قرارات التمويل:

هي القرارات الخاصة بالحصول على الأموال اللازمة للاستثمارات ولإدارة وتمويل العمليات الدورية اليومية. هل سنكتفي بالأموال أو الإيرادات التي سنحصل عليها من بيع الكاميرات أم سنقوم بالحصول على الأموال من المصادر الخارجية.



وبالطبع ينتج عن كل مصدر من مصادر التمويل التـزام على الشركة بقيود مختلفة؛ فإذا قمنا بالحصول على قـرض من البنك ففي هذه الحالة يجب أن نقوم بسداد أقساط القرض، مع الفوائد، خلال فترة معينة أو تاريخ محـدد ولكـن أحـد المزايا أن الدائنين أو المقرضين (مثل البنـك) لا يتـدخلون في الإدارة وليس لهم نصيب في الأرباح الخاصة بالشـركة؛ لذلك عند اتخاذ قرار الحصول على الأموال علينا أن نحـدد المدّة التي سنحتاج إليها للتمويل وقدرة الشركة على الوفـاء

بالالتزامات خلال جداول ثابتة، ثم رغبة أصحاب الشركة في الحفاظ على حقوقهم أو رغبتهم في أن يتدخل أحد الأطراف في الرقابة أو الإدارة.

وتتضمن معظم قرارات الشركات المساهمة ومنظمات الأعمال باختلاف أشكالها القانونية على قرارات الاستثمارات وقرارات التمويل، فعلى سبيل المثال قد ترغب شركة (نسلة العالمية) في امتلاك شركة دولسي (مصر) وهذا قد يعتبرُ قرارا استثماريا؛ إن نجاح عملية الامتلاك تعتمد أساسا على كيف سيتمُ تمويل هذه العملية: هل عن طريق اقتراض الأموال لشراء شركة دولسي أم عن طريق بيع أسهم إضافية بالسوق في الشركة الأصلية (نسلة العالمية) واستخدام أموال بيع الأسهم في شراء شركة (دولسي) مصر.

وبصفة عامة إذا تضمن القرار المالي (التمويل أو الاستثمار أو كلاهما) فسيكون له علاقة أساسية بمتغيرين: العائد والخطر المتوقع؛ ولذلك عند دراستنا للإدارة المالية والتمويل سنهتم أساسا بالعائد المتوقع، وهو الفرق بين العائد المتوقع والتكاليف المتوقعة، بينما الخطر هو درجة عدم التأكد المرتبطة بهذا العائد المتوقع.

الإدارة المالية والتحليل المالي

الإدارة المالية:

هي إدارة التدفقات النقدية للمشروع بهدف تحقيق أربـاح للملاك، ويقصدُ بالمشروع أو الشـركة أي منظمـة أعمـال لها نشاط يهدف إلى تحقيـق أربـاح (صـناعي/ زراعـي/ تجاري/ بنك/ فندق) أو نشاط لا يهدف إلى تحقيق أرباح مثل مشروعات الخدمات الاجتماعية (حمايـة الأسـرة/ حمايـة الطفولة) أو المشروعات الحكومية.

ومن الأهداف الرئيسية للإدارة المالية في المشـروعات، خاصة في الأجل القصير، هو مقابلـة احتياجـات التشـغيل الحالية والمتوقعة؛ ولذلك فإن دور المدير المـالي يتضـمن تطوير وتطبيق ومتابعة السياسات والقرارات الخاصة بنشاط المشروع:

١- تجهيز فواتير العملاء.
٢- الاستثمار في الأوراق المالية.
٣- الاسـتثمار فـي الأصـول الرأسـمالية (الثابتـة) [الآلات/ المباني/ الأراضي]
٤- سداد الالتزامات الخاصة بالشركة.

٥- توفير مصادر التمويل طويلة الأجل.

ومن الإدارات التي تتولى القيام بمهام الإدارة المالية:

- إدارة الموردين (سداد التزامات المـوردين/ أوراق الدفع).
- إدارة تخطيط قرارات الاسـتثمارات (الاسـتثمارات في الأصول طويلة الأجل).
- إدارة العملاء (تحصيل الحسابات المدينة للعمـلاء/ أوراق القبض)
- إدارة التخطيط المالي (تخطـيط التـدفقات النقديـة الداخلة والخارجة)

ويختلف التنظيم الـداخلي لـلإدارة الماليـة ووظائفهـا من مشروع إلى آخر؛ حيث يمكن أن نجد بعض الوظـائف ترتبط وتتكامل مع إدارة المحاسبة داخل بعض المشروعات.

ومن الضروري توافر التنسيق والتكامل التام بين الإدارة المالية وبين الإدارات الأخرى على مستوى المشـروع؛ لأن أي قرار داخلي للمنشأة يترتب عليـه تصـرُّف مـالي إمـا في صورة إيراد أو مصروف، أيضا لأن تطوير منتج جديـد داخل المشروع مثل إنتاج ألواح بلاستيك مقـاوم للحـرارة

والرطوبة يحتاج إلى جهود مشـتركة بـين إدارات الإنتـاج والتسويق والتمويل، وذلك بهدف تحديد هوية المنتج الجديـد والتكامل من أجل إعداد خطة الإنتاج والتوزيـع والتسـويق مع تقييم المنافع والمزايا المستقبلية التي ستعود على الشركة في المستقبل.

ومن الأمثلة الأخرى التي تواجهها المشروعات المصرية عملية شراء الآلات والمعدات من الخارج، قد تحتاج بعـض المشروعات لاستيراد آلات لصناعة بعـض قطـع الغيـار اللازمة مثلاً لصنع ممتص الصدمات للسيارات، وأمام شركة السيارات بديلين: البديل الأول شـراء آلات مـن ألمانيـا، والبديل الثاني هو شراء آلات من اليابان. طبعا، لن يتوقـف اختيار البديل الأفضل على السعر، بل سيتدخل في ذلك أيضا معايير أخرى مثل جودة المنتج المطلوب للصناعة، ومطابقة هذا المنتج للمواصفات المصرية (الطرق المصرية) ومـدى توافر قطع الغيار في المستقبل، وأسلوب تمويل عملية الشراء حيث يعطي المورد الياباني تسهيل سداد للأصـول الثابتـة مقداره ١٠ سنوات مع فترة سماح سنتين، بينما يمنح المورد الألماني فترة سماح سنة واحدة وتقسيط لمدَة خمس سـنوات

فقط مع عقد صيانة خاص مقداره ١٠٪ من قيمة الصفقة بعد العام الخامس.

هناك العديد من المعايير الأخرى التي يجـب أن تُبحـثَ مع إدارة المشتريات والإنتاج والتسويق بالتنسيق مع الإدارة المالية قبل اتخاذ قرار الشراء.

وتهتم وظائف الإدارة العليا داخـل الشـركة بـالقرارات المالية وخاصة نائب المدير العام للشئون الماليـة، والمـدير المالي، والمراقب المالي الداخلي الذي يهتم أساسا بالمحافظة على النظام المالي السليم للشركة مـن خـلال الحسـابات، ووظائف المراجعة الداخلية، ومسئولية الإشراف على تخطيط التدفقات المالية الداخلة والخارجة.

ويقوم المدير المالي بتوفير الأموال اللازمـة للاسـتثمار والسيولة النقدية وتصنيفها في أنواع أصول المشروع، ويقوم نائب المدير العام للشئون المالية بعملية وضع الاسـتراتيجية المالية والسياسة العامة للشركة من خلال التنسيق مع بـاقي المدراء على مستوى الشركة.

التحليل المالي Financial Analysis:

تُعتبر عملية التحليل المالي إحدى الأدوات الأساسية التي تعتمد عليها الإدارة المالية لتقييم أداء المشروع، يهتم المحلل المالي بتقييم الموقف المالي، والإنجاز التشغيلي على مستوى الشركة والقطاع والاقتصـاد القـومي، والتنبـؤ بالإنجـاز والأحوال الاقتصادية المتوقعة، ويمكـن القـول إن المـدير المالي يهتمُّ أساسا بدراسة الخطر الذي يقابل القرارات المالية للمشروع، والعائد المتوقع على النشاط.

ويستخدم المحلل المالي البيانات الماليـة وغيـر الماليـة المتوافرة داخل الشركة من الإدارات الأخـرى (التسـويق/ الإنتاج/ البيع/ الأفراد/ المحاسبة) بالإضافة إلـى البيانـات المالية الخارجية التي تنشرها بعض الهيئات المتخصصة مثل وزارة الاقتصاد، أو اتحاد الصناعة، أو الاتحادات المهنيـة، وذلك بهدف توفير التحليل والتقييم السـليم عـن إنجـازات المشروع مقارنة بالشركات المنافسة أو بالقطاع، وقد يساعد التحليل المالي أيضا في تقديم بيانات تفصيلية وتحليل دقيـق لكل إدارة أو فرع على مستوى المشروع، وتسـاعد نتـائج التحليل المالي التي تُقدَّم بصورة دورية منتظمة فـي إعـادة

النظر في الخطط الداخلية للمشروع وتوجيهها بالشكل الـذي يحقق أهداف المنظمة ويمنع حدوث أخطاء بعيدا عن معايير الأداء الموضوعة داخل المنظمة.

ويساعد المحلل المالي العديد من المؤسسات والشـركات في القيام بأنشطة عديدة خارج نطاق المشروع مثل: تحديـد ملاءة عملاء الائتمان وقدرتهم على سداد الـديون، تحديـد وتقييم الجودة المالية للعملاء عند البيع الآجل، وكذلك تقيـيم جودة الموقف المالي للمورد عند اتخاذ قرار شراء وتوريـد المواد الخام للمشروع خاصة في حالة القـرارات والعقـود طويلة الأجل، وأخيرا يهتمُ المحلـل المـالي بتقيـيم إنجـاز الشركات المنافسة داخل نفس الصناعة.

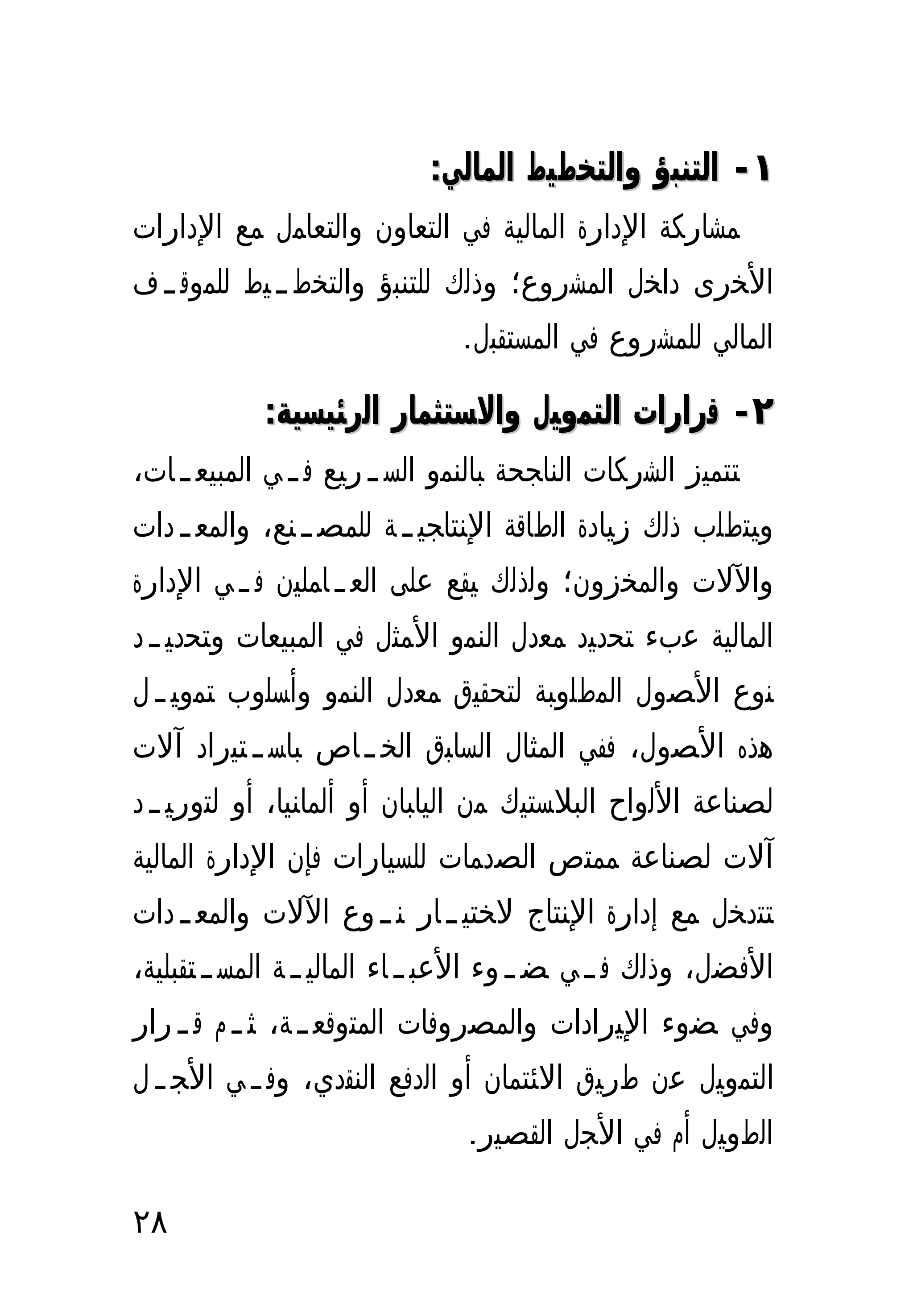
وقد يقوم بمهمة التحليل المالي خبراء من داخل الشـركة أو المؤسسات المالية، وفي بعض الأحيان تستعين الشـركات التي لا يتوافر بها الخبراء أو الوقت أو المـوارد بـالخبراء الخارجيين للقيام بمهمة التحليل المالي، ويتوافر بالعالم العديد من المكاتب الاستشارية والخبراء الدوليين الـذين يقومـون بتوفير تقارير عديدة في شتى مجالات التحليل المـالي بـدءا من تقارير تحديد جودة عملاء الائتمـان للبنـوك أو إعـداد

تقارير تحليل عن سلوك أسهم الشركات داخـل البورصـة أو تقييم السعر العادل لأسهم بعض الشركات.

ولقد بدأ ظهور هذه النوعية من شركات التحليل المـالي والاستشارات المالية في السوق المالية المصرية بعد عمليـة الخصخصة وبيع قطاع الأعمال وظهور الحاجة للاسـتعانة بخبراء محليين وعالميين لإعادة التقييم المالي والتحليل المالي للأصول المالية لهذه المشروعات قبل طرحها للاكتتاب العام للجمهور، ونتوقع أن تكون هناك تقارير منشورة عن التحليل المالي للشركات التي تمَ تـداول أسـهمها داخـل بورصـة الأوراق المالية.

مسئوليات العاملين بالإدارات المالية:

يمكن تلخـيص أهـم المهـام والواجبـات التـي يقـوم بها العاملون في الإدارات المالية في الحصول على الأمـوال واستخدامها بالشكل الذي يعظم قيمة الشـركة، وفيمـا يلـي بعض الأنشطة التي يقوم بها العاملون بالإدارات المالية.



١- التنبؤ والتخطيط المالي:

مشاركة الإدارة المالية في التعاون والتعامل مع الإدارات الأخرى داخل المشروع؛ وذلك للتنبؤ والتخطـيط للموقـف المالي للمشروع في المستقبل.

٢- قرارات التمويل والاستثمار الرئيسية:

تتميز الشركات الناجحة بالنمو السـريع فـي المبيعـات، ويتطلب ذلك زيادة الطاقة الإنتاجيـة للمصـنع، والمعـدات والآلات والمخزون؛ ولذلك يقع على العـاملين فـي الإدارة المالية عبء تحديد معدل النمو الأمثل في المبيعات وتحديـد نوع الأصول المطلوبة لتحقيق معدل النمو وأسلوب تمويـل هذه الأصول، ففي المثال السابق الخـاص باسـتيراد آلات لصناعة الألواح البلاستيك من اليابان أو ألمانيا، أو لتوريـد آلات لصناعة ممتص الصدمات للسيارات فإن الإدارة المالية تتدخل مع إدارة الإنتاج لاختيـار نـوع الآلات والمعـدات الأفضل، وذلك فـي ضـوء الأعبـاء الماليـة المسـتقبلية، وفي ضوء الإيرادات والمصروفات المتوقعـة، ثـم قـرار التمويل عن طريق الائتمان أو الدفع النقدي، وفـي الأجـل الطويل أم في الأجل القصير.

٣- التنسيق والرقابة:

يجب على العاملين في الإدارة المالية التفاعل والتنسيق مع العاملين في الإدارات الأخرى على مستوى المشروع؛ للتأكد من فاعلية وكفاءة الأداء داخل الشركة، وكما سبق أن أوضحنا أن معظم القرارات الإدارية داخل المشروع لها نتائج مالية أو تأثير على التدفقات النقدية داخل الشركة؛ ولذلك يجب أن نأخذ ذلك في الاعتبار داخل المشروع.

فعلى سبيل المثال: إذا قامت إدارة التسويق بشركة بروكتل أند جمبل (الشركة المنتجة لمسحوق الغسيل إيريال) بالتوسع في تسويق العبوات الصغيرة من مسحوق إيريال على مستوى المحافظات والوحدات الريفية فإن هذا القرار التسويقي سيستتبعه زيادة في المبيعات؛ وبالتالي زيادة تكاليف النقل والتوزيع والترويج والدعاية والإعلان، مما سيؤثر بدوره على القرارات المالية وقرارات الاستثمار داخل الشركة.

ولذلك فمديرو التسويق أو متخذو القرارات التسويقية يجب أن يأخذوا في الاعتبار أن قراراتهم تؤثر وتتأثر بالقرارات المالية مثل: مدى توافر الأموال، وسياسات الاستثمار

في المخزون، والقدرة على الاستفادة مـن طاقـة المصـنع المتاحة أمام المشروع.

٤- التعامل مع الأسواق المالية:

يتميز المدير المالي العصري بالاهتمام بالتغيرات اليومية التي تحدث في سوق رأس المال وسوق النقد، تتأثر وتـؤثر جميع الشـركات بالأسـواق الماليـة التـي يـتمُ التعامـل فيها للحصول على الأموال، وحيث يتمُ تداول أسـهم هـذه الشركات، وأخيرا حيث يتمُ تعـويض المسـتثمرين بالعائـد المناسب أو تحملهم خسائر الشركة.

وبصفة عامة، يمكن القول إن العاملين بـالإدارة الماليـة يقومون باتخاذ قـرارات خاصـة بالأصـول التـي يجـب على الشركة الحصول عليها، كيـف يمكـن تمويـل هـذه الأصول، وكيف يمكـن إدارة المـوارد الحاليـة للشـركة. إن حسن تطبيـق هـذه المهـام سيسـاعد الإدارة الماليـة على تعظيم قيمة المنشأة، وتعظيم منفعة العملاء في الأجـل الطويل.

أهداف الشركات المساهمة:

يدور دائما في تفكير متخذي القرارات الإداريـة داخـل أي شركة مساهمة هدف أساسـي يسـعون إلـى تحقيقـه، ومن الأهداف الأساسية التي استقرّ عليهـا معظـم رجـال الأعمال هدف رئيسي ألا وهو "تعظيم ثروة حملـة الأسـهم" Shareholder Wealth Maximization، أو تعظيم القيمة السوقية للأسهم العادية للشركة؛ ومن أجل تحقيق هذا الهدف يقع على الإدارة المالية عبء مراجعة كل قرار مالي بالشكل الذي يقلل مـن المصـروفات، ويزيـد مـن الإيـرادات، وفي النهاية زيادة صافي الأرباح؛ لـذلك فأحـد الأهـداف الأساســية للمنشــأة هــو تعظــيم الأربــاح Profit Maximization؛ وذلك بهدف تعظيم ثروة حملة الأسهم.

وهناك أيضا العديد من الأهداف التـي ترغـب الشـركة في تحقيقها، فعلى سبيل المثال يرغب المدير المالي المسئول عن القرارات المالية بشركة الكوكاكولا إلى جانـب تعظـيم ثروة الملاك في الحصول على الرضاء والإشباع الشخصي، تحقيق رفاهية العاملين بالشركة، والعلاقـة الطيبـة الجيـدة مع العملاء والمجتمع ككل.

١ - هدف تعظيم الأرباح:

تهدف معظم مشروعات الأعمال التي تسعى إلى تحقيـق أرباح إلى تعظيم رقم الأربـاح؛ لأن هـذا الهـدف يؤكـد على كفاءة استخدام مصادر الحصول على رأس المال، ولكن قد يسبب هذا الهدف العديد من التعقيدات التي يواجهها رجال الإدارة المالية في الواقع العملي، وذلك عند اتخاذ قـراراتهم المالية؛ لذلك فإن تعظيم الأرباح يعتبر هدفًا نظريـا، ولكـن يستخدم فقط لإثبات كفاءة المنشأة فـي التصـرُّف بعقلانيـة لزيادة الأرباح، ولكن في معظم المواقـف الماليـة الحديثـة يواجه المدير المالي يوميا بعنصرين أساسيين:

العنصر الأول: عدم التأكد من الإيرادات المتوقعة.

العنصر الثاني: توقيت الحصول على الإيرادات.

عدم التأكد من الإيرادات المتوقعة:

المشكلة الأولى التي تواجه المنشأة عنـد تحقيـق هـدف تعظـيم الأربـاح هـي وجـود عنصـر عـدم التأكـد Uncertainty،والخطـر Risk فـي جميـع القـرارات. لو قارنت بين أكثر من بديل استثمار بنـاء علـى عنصـر الأرباح فقط، وتجاهلت الخطر المتوقع للإيرادات ففي هـذه

الحالة هناك خطأ في عملية الاختيار بـين البـدائل، ولكـن في الواقع العملي هناك اختلافات كثيرة بين المشروعات بناء على خصائص الأخطار، وأي تجاهل لهذه الاختلافات يؤدي إلى القرارات المالية الخاطئة.

ودعنا نفهم المثال التالي للتعرُّف علـى تـأثير الخطـر على قرارات الاستثمار: نفترض أننا نقارن بين مشـروعين لاختيار بديل واحد للاستثمار. المشروع الأول يقوم بإنتـاج فرشة الأسنان العادية، وهذا المنتج يتميز بالطلـب المسـتقر في السوق بالنسبة للعملاء. المشروع الثاني يقوم بإنتاج فرش الأسنان الكهربائيـة، ويواجـه هـذا المشـروع احتمـالين (الأول: طلب فعال وقبول للعملاء، الثاني: الفشل وعدم قبول المستهلك للفرشاة الكهربائية).

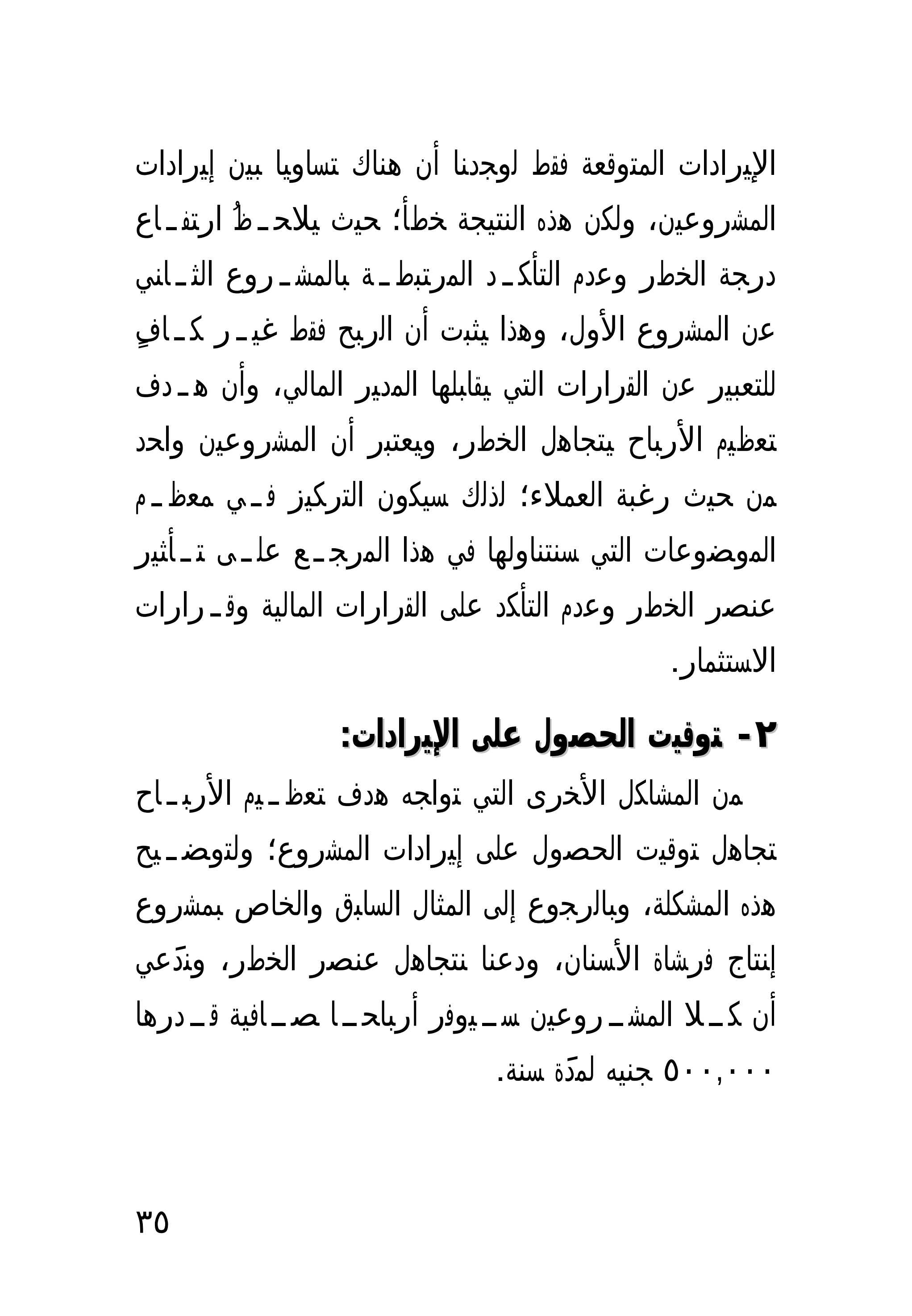
ويبين الجدول (١/١) الاحتمالات المتوقعة (توقع متفائل، توقع متشائم، الإيرادات المتوقعة).

جدول رقم (١/١)

الاحتمالات المتوقعة لمشروع إنتاج فرشة الأسنان

	الأرباح المتوقعة بالجنيه	
	فرشاة الأسنان البلاستيك	فرشاة الأسنان الكهربائية
تنبؤ متفائل	٥٠٠,٠٠٠	٧٠٠,٠٠٠
صافي الأرباح	٥٠٠,٠٠٠	٥٠٠,٠٠٠
تنبؤ متشائم	٥٠٠,٠٠٠	صفر
	الطلب مستقرٌ وخطر منخفض	طلب غير مستقر وخطر عالٍ

يلاحظُ من الجدول السابق ثبات الإيرادات المتوقعة في حالة اختيار مشروع فرشاة الأسنان البلاستيك، حيث يلاحظُ سواء أكان الطلب ممتازا أو مستقرا أو ظروف السوق متشائمة فإن الإيرادات المتوقعة لن تتغير وتتركز عند ٥٠٠,٠٠٠ جنيه، ولكن في حالة فرشاة الأسنان الكهربائية فإن حجم الإيرادات المتوقعة يتراوح ما بين ٧٠٠,٠٠٠ وحتى صفر جنيه، لو نظرنا في الجدول إلى بند



الإيرادات المتوقعة فقط لوجدنا أن هناك تساويا بين إيرادات المشروعين، ولكن هذه النتيجة خطأ؛ حيث يلاحظ ارتفاع درجة الخطر وعدم التأكد المرتبطة بالمشروع الثاني عن المشروع الأول، وهذا يثبت أن الربح فقط غير كافٍ للتعبير عن القرارات التي يقابلها المدير المالي، وأن هدف تعظيم الأرباح يتجاهل الخطر، ويعتبر أن المشروعين واحد من حيث رغبة العملاء؛ لذلك سيكون التركيز في معظم الموضوعات التي سنتناولها في هذا المرجع على تأثير عنصر الخطر وعدم التأكد على القرارات المالية وقرارات الاستثمار.

٢- توقيت الحصول على الإيرادات:

من المشاكل الأخرى التي تواجه هدف تعظيم الأرباح تجاهل توقيت الحصول على إيرادات المشروع؛ ولتوضيح هذه المشكلة، وبالرجوع إلى المثال السابق والخاص بمشروع إنتاج فرشاة الأسنان، ودعنا نتجاهل عنصر الخطر، وندَّعي أن كلا المشروعين سيوفر أرباحا صافية قدرها ٥٠٠,٠٠٠ جنيه لمدَّة سنة.

(جدول ٢/١)

توقيت الحصول على الأرباح

	الأرباح بالجنيه	
	فرشاة الأسنان البلاستيك	فرشاة الأسنان الكهربائية
السنة الأولى	٥٠٠,٠٠٠	صفر
السنة الثانية	صفر	٥٠٠,٠٠٠

يلاحظ من الجدول (٢/١) أن المشروع الثاني لن يـوفر إنتاجا في السنة الأولى، وأن الأرباح ستتحقق في نهاية السنة الثانية، بينما المشروع الأول سيحقق إنتاجا وأرباحا فـورا. ومع أن إجمالي الأرباح للمشروعين خلال السـنتين واحـد، لكن توقيت الحصول على الأرباح مختلف بين المشروعين.

ولذلك ستلاحظ أن هناك قيمة محددة للنقود عنـد وقـت معين؛ ولهذا فإن مشروع الفرشاة البلاستيك أفضـل، لأنـه سيوفر ٥٠٠,٠٠٠ جنيه في نهاية السـنة الأولـى، ويمكـن إيداعها في حساب بنكي بسعر فائدة قدرة ١٠٪ ممـا يعظـم الثروة في نهاية السنة الثانية إلى ٥٥٠,٠٠٠ جنيـه؛ ولـذلك

في حالة تساوي صافي الأرباح للمشـروعين فإنـه يفضـل الحصول على هذه الإيرادات النقدية في أقرب وقـت بـدلاً من الانتظار لمدّة عامين.

ولذلك فالمدير المالي يجب أن يتعرَّف علـى التوقيتـات المناسبة للعائد عند اتخاذ القرارات المالية، ومـرَّة أخـرى، فإن عنصري: توقيت الحصول على الأرباح، وعدم التأكـد (أو الاحتمالات المختلفة للحصول عليها) يجبرنا على إعـادة التفكير في أهداف المنشأة، فبدلاً من التفكير في هدف بسيط؛ وهو تعظيم الأرباح نفكر في هدف أهم واشـمل؛ ألا وهـو تعظيم ثروة حملة الأسهم أو الملاك.

٢- هدف تعظيم ثروة حملة الأسهم:

تعظيم ثروة حملة الأسهم يهدف إلى تعظيم إجمالي القيمة السوقية لحملة الأسهم العادية للشركة؛ وذلك لأن تأثير جميع القرارات المالية على الشركة يتضمن في هذا الهدف.

دعنا نسأل السؤال التالي: ما هو ردُّ فعل حملـة الأسـهم في حالة قيام المدير المالي لأحد الشـركات باتخـاذ قـرار استثماري ضعيف أو توزيع أرباح نقدية منخفضة للأسـهم؟ طبعا سيؤدي هذا إلى انخفاض القيمة السوقية للأسهم؛ لتوقع

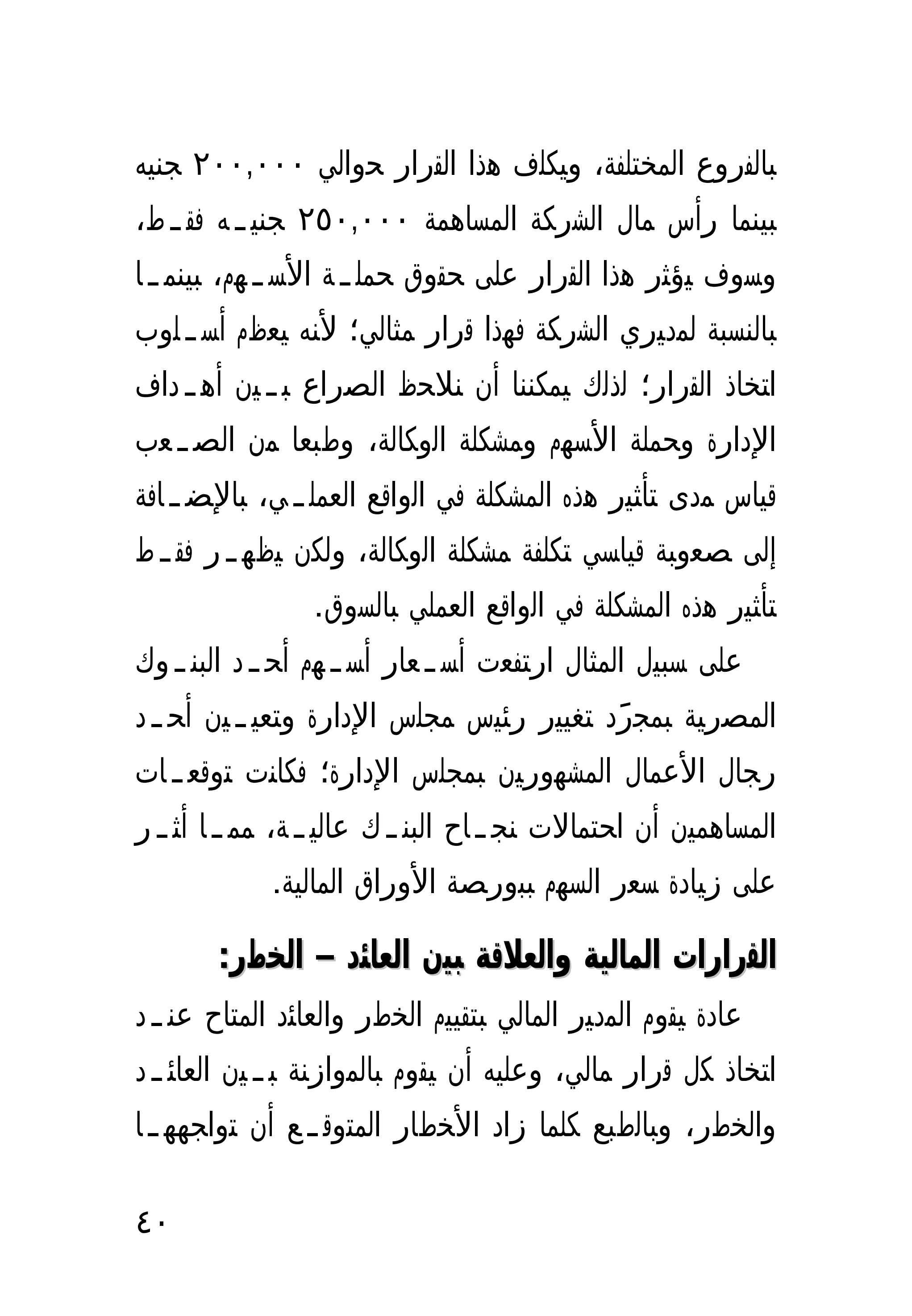
قيام عدد كبير من المساهمين ببيع الأسهم، والعكس يحـدث عند اتخاذ قرارات استثمار جيدة أو زيادة التوزيعات النقديـة للمساهمين، حيث سيزيد الطلب على سهم الشركة؛ ومن ثَـمَ سترتفع القيمة السوقية للسهم. (وحقيقة القـول إن اسـتخدام هدف تعظيم ثروة حملة الأسهم والملاك سـيواجه مشـاكل عملية عديدة عند التطبيق، خاصة عند تقييم تـأثير رد فعـل القرارات المالية المختلفة على القيمة السوقية للسهم، هنـاك العديد من العوامل الأخرى التي تؤثر على أسعار الأسـهم، ومن الصعب تحديد رد فعل سعر السهم بالنسبة لقرار مـالي معين؛ ولذلك لتطبيق مفهوم تعظيم ثروة الملاك يجب ألا نهتم بأن يكون كل تغير في أسعار الأسهم عبـارة عـن تفسـير للسوق لحق الملكية.

ومن العوامل الأخرى التي تؤثر على أسـعار الأسـهم، التوقعات الاقتصادية، ولكننا نهتم ونركز على تأثير القرارات المالية للشركة على أسعار السهم، إذا افترضها ثبات العوامل الأخرى) إن السعر السوقي لسهم الشركة يعكس قيمة المنشأة كما يراها الملاك أو حملة الأسهم، مع الأخذ فـي الاعتبـار الخطر وعدم التأكد، وتوقيت الحصول على العائد، بالإضافة

إلى العوامل الهامة بالنسبة للملاك؛ لذلك فإن الاهتمام بهيكل تعظيم ثروة الأسهم يسمح بمناخ مثالي لاتخـاذ القـرارات؛ بما يعكس العوامل التي تؤثر على العالم الخارجي للمشروع؛ لذلك فإن تركيزنا الرئيسي سيكون على هدف تعظيم حقـوق حملة الأسهم وهم الملاك القانونيين للشـركات المسـاهمة، وبالرغم من الاستقرار على هدف الشركة في تعظيم ثـروة حملة الأسهم إلا أن مشـكلة الوكالـة Agency Problem في الواقع العملي تتداخل مع تحقيق هدف المشروع.

وتظهر مشكلة الوكالة نتيجة الفصل بين الملكيـة والإدارة للشركات، وعلى سبيل المثال قد يقوم بإدارة إحدى الشركات العالمية المساهمة مجموعة من المدراء الممتـازين، بينمـا لا يمتلكون أي أسهم في الشركة المساهمة؛ وكنتيجـة لهـذا الانفصال بين متخذي القرار والملاك، فقـد يتخـذ المـدراء قرارات لا تتفق مع تعظيم ثروة حملة الأسهم.

على سبيل المثال في إحدى الشـركات التجاريـة التـي لها فروع منتشرة فـي حـوالي ٥ محافظـات قـد يفضـل مديرو المشروع وجود شبكة للحاسب الآلي متصلة مباشـرة بالمركز الرئيسي؛ لسهولة التعرُّف على أرصـدة المخـزون



بالفروع المختلفة، ويكلف هذا القرار حوالي ٢٠٠,٠٠٠ جنيه بينما رأس مال الشركة المساهمة ٢٥٠,٠٠٠ جنيه فقط، وسوف يؤثر هذا القرار على حقوق حملة الأسهم، بينما بالنسبة لمديري الشركة فهذا قرار مثالي؛ لأنه يعظم أسلوب اتخاذ القرار؛ لذلك يمكننا أن نلاحظ الصراع بين أهداف الإدارة وحملة الأسهم ومشكلة الوكالة، وطبعا من الصعب قياس مدى تأثير هذه المشكلة في الواقع العملي، بالإضافة إلى صعوبة قياسي تكلفة مشكلة الوكالة، ولكن يظهر فقط تأثير هذه المشكلة في الواقع العملي بالسوق.

على سبيل المثال ارتفعت أسعار أسهم أحد البنوك المصرية بمجرّد تغيير رئيس مجلس الإدارة وتعيين أحد رجال الأعمال المشهورين بمجلس الإدارة؛ فكانت توقعات المساهمين أن احتمالات نجاح البنك عالية، مما أثر على زيادة سعر السهم ببورصة الأوراق المالية.

القرارات المالية والعلاقة بين العائد – الخطر:

عادة يقوم المدير المالي بتقييم الخطر والعائد المتاح عند اتخاذ كل قرار مالي، وعليه أن يقوم بالموازنة بين العائد والخطر، وبالطبع كلما زاد الأخطار المتوقع أن تواجهها

الشركة كلما زاد العائد المتوقع الحصول عليه عنـد اتخـاذ قرارات معينة، على سبيل المثال تتضمن قرارات الاستثمار في المخزون خطرا وعائدا؛ حيـث يزيـد العائـد المتوقـع بانخفاض استثمارات الشركة في المخزون، ولكن مع زيـادة العائد يزيد احتمال (خطر) عدم توافر المخزون من المـواد الخام أمام المشروع، وقيام المدير المالي بالموازنة بين العائد الخطر عند اتخاذ القرارات المالية يساعد في تحقيق هـدف تعظيم ثروة الملاك أو حملة الأسهم، وسيقوم حملة الأسـهم أو الملاك بتقييم القرارات المالية، وتقييمهم سـوف يـنعكس في التغيرات المتوقعة بالموجب أو السالب على أسعار أسهم الشركة.

المسئولية الاجتماعيـة وسـلوكيات مهنـة الإدارة المالية:

بالرغم من أهمية تحقيق هدف تعظـيم حقـوق المـلاك إلا أن الإدارة الماليـة يجـب أن تهـتمَ أيضـا بالمسـئولية الاجتماعية للشركة Social Responsibility، والتي تعبر عن رفاهية العاملين، والعمـلاء، والمجتمـع الـذي تعمـل فيه الشركة، وتساهم هذه المسئولية الاجتماعية فـي تـوفير

مناخ عمل صحي، وفي تقليل عملية تلوث الماء والهواء، وفي إنتاج سلع آمنة للعملاء؛ لذلك نُلاحِظُ أن هناك تكلفة لهذه المسئولية الاجتماعية ولكن السؤال الذي يطرح نفسه: هل ستتحمل الشركة هذه التكلفة طواعية أم أن هذه التكلفة تُعتبر تكلفة إجبارية؟ بالطبع الأمر يتوقف على: هل تهتمُّ جميع الشركات بالمسئولية الاجتماعية أم هناك فرق بين سلوك الشركات؟ ولذلك سنجد أن الشركات التي تهتمُّ بالمسئولية الاجتماعية يكون لديها مشكلة في عملية جذب رأس المال؛ لأنها تتحمل تكلفة أعلى من الشركات الأخرى التي لا تهتمُّ بالمسئولية الاجتماعية.

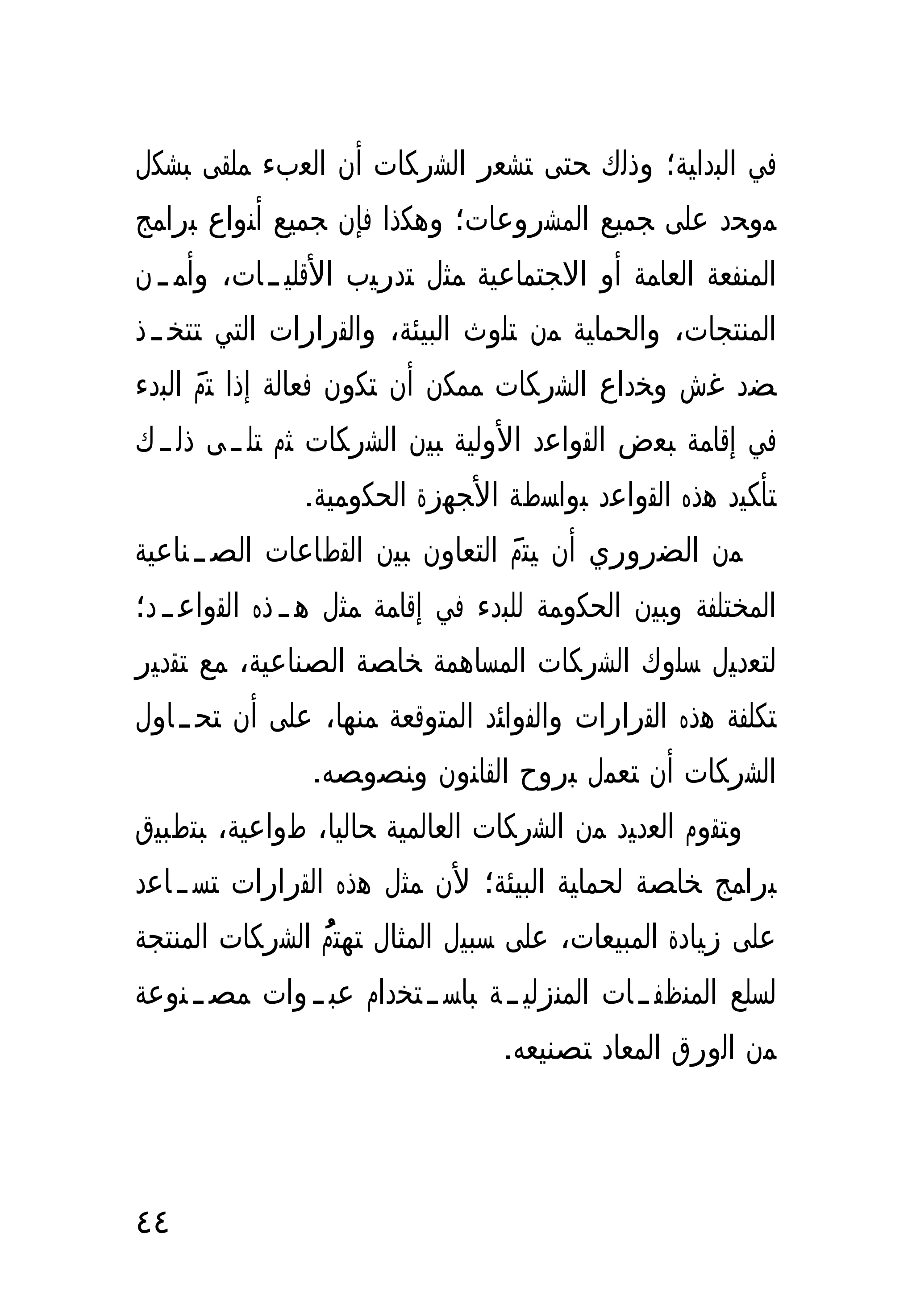
مثال توضيحي:

بفرض أن الشركات العاملة في قطاع الأسمنت تحقق أرباحا، ومعدَّل العائد على الاستثمار يقترب من متوسط المعدلات النمطية للصناعة، وهذا العائد كافٍ لتشجيع المستثمرين على شراء أسهم شركات الأسمنت (مثلاً ٢٥٪ معدَّل عائد على حق الملكية). إذا قامت إحدى الشركات بتطبيق مفهوم المسئولية الاجتماعية عن طريق تركيب مرشحات لمداخن الأسمنت لتقليل تلوث البيئة؛ فعليها

أن تزيد الأسعار لتغطية التكلفة الإضافية للمحافظة على البيئة، إذا لم تقم باقي شركات الأسمنت بالاهتمام بتلوث البيئة والمسئولية الاجتماعية فإن أسعارها ستظل أقل والتكلفة أقل؛ لذلك لن تستطيع الشركة التي اهتمت بالمسئولية الاجتماعية المنافسة مع الشركات الأخرى العاملة بالسوق، وعليها أن تقلل من جهودها الاجتماعية؛ حتى يمكن لها البقاء، وحتى تستطيع أن تحقق معدَّل العائد على الاستثمار النمطي بالقطاع.

ومن المتوقع أيضا أن نجد الشركات التي تحقق معدَّلات عائد أعلى من متوسط القطاع، أن لا تهتم بالمسئولية الاجتماعية؛ رغبة منها في أن تحافظ على القيمة السوقية للأسهم خوفًا من هرب المستثمر من الاستثمار في الشركات التي تهتمُ بالمسئولية الاجتماعية؛ لأنه يهتمُ بتعظيم قيمة ثروته بالدرجة الأولى.

نستخلص من العرض السابق أن هناك صعوبة في قبول الشركات لممارسة المسئولية الاجتماعية، وأيضا نرى أن تكلفة أو عبء القيام بالمسئولية الاجتماعية يجب أن يتمَ بأسلوب إجباري بدلاً من الأسلوب الاختياري، على الأقل


في البداية؛ وذلك حتى تشعر الشركات أن العبء ملقى بشكل موحد على جميع المشروعات؛ وهكذا فإن جميع أنواع برامج المنفعة العامة أو الاجتماعية مثل تدريب الأقليـات، وأمـن المنتجات، والحماية من تلوث البيئة، والقرارات التي تتخـذ ضد غش وخداع الشركات ممكن أن تكون فعالة إذا تمَّ البدء في إقامة بعض القواعد الأولية بين الشركات ثم تلـى ذلـك تأكيد هذه القواعد بواسطة الأجهزة الحكومية.

من الضروري أن يتمَّ التعاون بين القطاعات الصـناعية المختلفة وبين الحكومة للبدء في إقامة مثل هـذه القواعـد؛ لتعديل سلوك الشركات المساهمة خاصة الصناعية، مع تقدير تكلفة هذه القرارات والفوائد المتوقعة منها، على أن تحـاول الشركات أن تعمل بروح القانون ونصوصه.

وتقوم العديد من الشركات العالمية حاليا، طواعية، بتطبيق برامج خاصة لحماية البيئة؛ لأن مثل هذه القرارات تسـاعد على زيادة المبيعات، على سبيل المثال تهتمُّ الشركات المنتجة لسلع المنظفـات المنزليـة باسـتخدام عبـوات مصـنوعة من الورق المعاد تصنيعه.

أهم القرارات المالية لتعظيم ثروة حملة الأسهم:

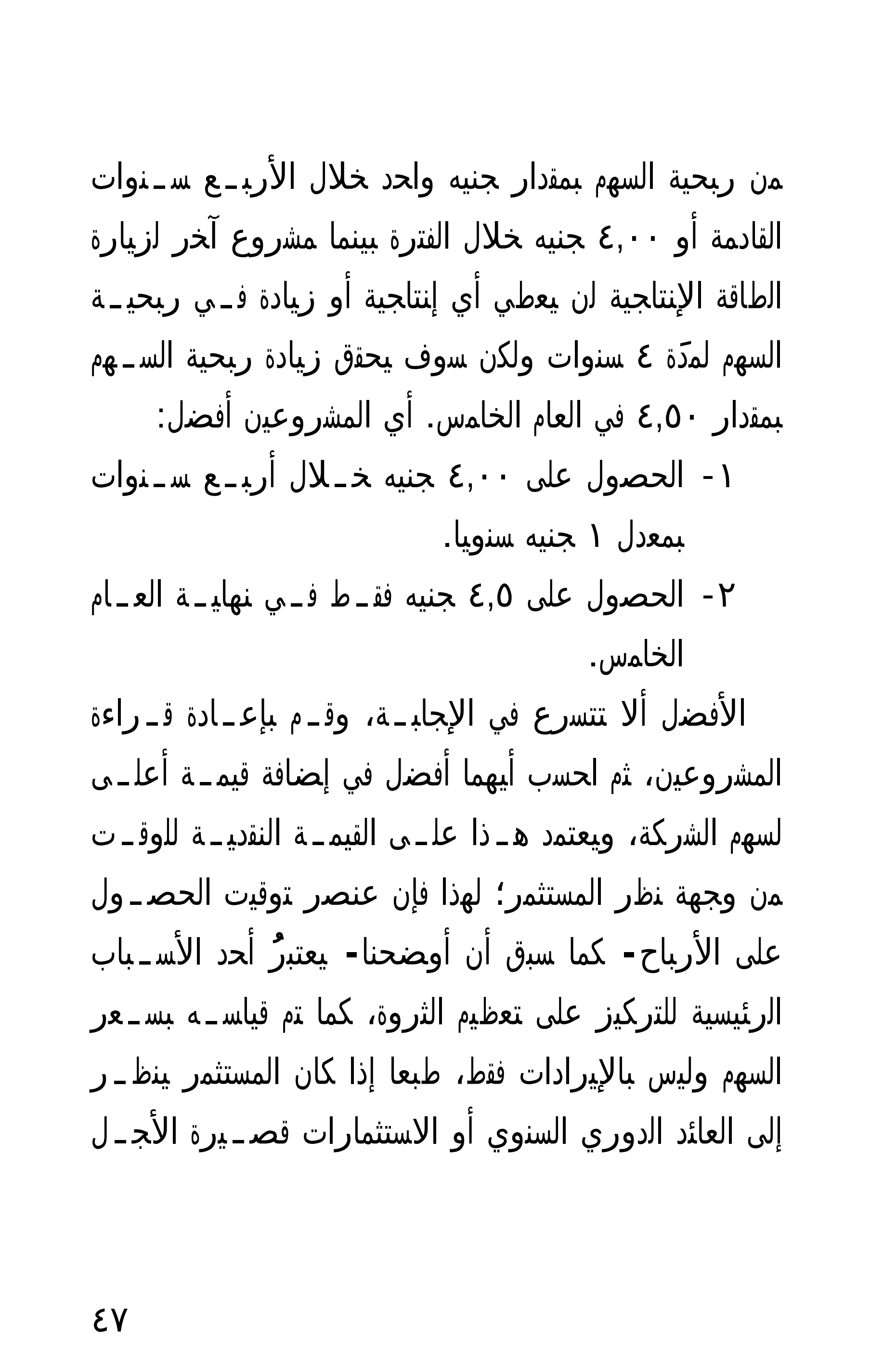
إذا كان الهدف الأساسي للمنظمة في العصر الحديث هو تعظيم سعر سهم الشركة في السوق، فما هي أهم القرارات التي يمكن أن تتخذها الإدارة المالية لكي تحقق هذا الهدف؟ أولاً دعنا نناقش السؤال الخاص بسعر السهم مقابل صافي الأرباح. هل سيؤدي هدف تعظيم الربح إلى زيادة وتعظيم سعر السهم؟ ولكي نجيب على هذا السؤال يجب أن نقارن بين صافي الأرباح بالنسبة للشركة المساهمة، وبين أرباح السهم[Earnings Per Share (EPS)].

ويمكن تعريف ربحية السهم بأنها صافي الأرباح التي حققها المشروع، والقابلة للتوزيع بالنسبة لحملة الأسهم مقسومة على إجمالي عدد الأسهم العادية التي تمتلكها الشركة.

وعلى سبيل المثال، بفرض أن شركة طرة للأسمنت لديها عدد ١٢,٠٠٠,٠٠٠ سهم بنهاية العام المالي ٩٦/٩٥ وأن صافي الأرباح القابلة للتوزيع للمساهمين كانت ١٢٣ مليون جنيه فإن ربحية السهم (E/P) تساوي ١٠,٢٥

جنيه. إذا كنت تمتلك ١٠٠ سهم من أسـهم شـركة طـرة للأسمنت فـإن نصـيبك مـن صـافي الأربـاح يسـاوي (١٠٠ × ١٠,٢٥) = ١٠٢٥ جنيه، وبفرض أن شركة طرة للأسمنت قامت ببيع ١٢ مليون سـهم، وقامـت باسـتثمار الأموال المحصلة في أصول حققت صـافي أربـاح قـدرها ٤٠ مليون جنيه مصري، في هذه الحالة فإن صافي الأرباح يبلغ ١٦٣ مليون جنيه، وعدد الأسهم سيرتفع إلى ٢٤ مليون سهم، وستنخفض ربحية السهم (٢٤/١٦٣) من ١٠,٢٥ جنيه إلى ٦,٥ جنيه؛ فإذا كنت تمتلك ١٠٠ سهم بالشركة فإن قيمة هذه الأسهم ستنخفض من (١٠٠ × ١٠,٢٥ = ١٠٢٥ جنيه) إلى (١٠٠ × ٦,٥ = ٦٦٠ جنيه). لـذلك سـيعاني معظـم المساهمين من انخفاض الأرباح مع أن إجمالي صافي أرباح الشركة قد زادت؛ ولذلك إذا أرادت إدارة الشـركة مصـلحة حملة الأسهم، مع ثبات العوامل الأخرى، فعليهـا أن تقـوم بالتركيز على ربحية السهم وليس صافي أرباح الشركة.

ومن العناصر الأخرى الهامة التي تؤثر علـى مصـلحة حملة الأسهم، توقيت الحصـول علـى إيـرادات الشـركة. لنفترض أن شركة طرة للأسمنت لديها مشروع سوف يزيـد



من ربحية السهم بمقدار جنيه واحد خلال الأربع سنوات القادمة أو ٤,٠٠ جنيه خلال الفترة بينما مشروع آخر لزيارة الطاقة الإنتاجية لن يعطي أي إنتاجية أو زيادة في ربحية السهم لمدّة ٤ سنوات ولكن سوف يحقق زيادة ربحية السهم بمقدار ٤,٥٠ في العام الخامس. أي المشروعين أفضل:

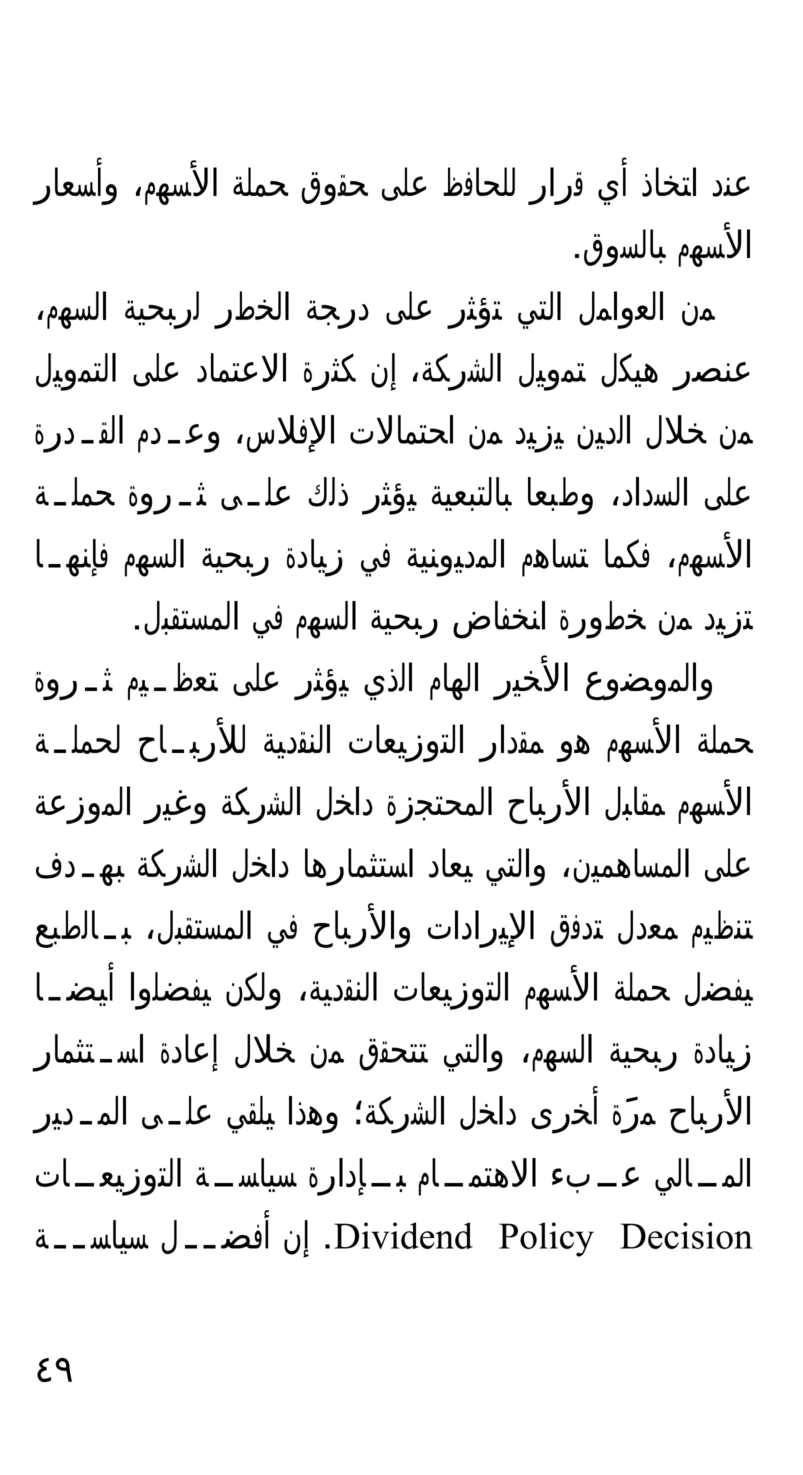
١- الحصول على ٤,٠٠ جنيه خلال أربع سنوات بمعدل ١ جنيه سنويا.

٢- الحصول على ٤,٥ جنيه فقط في نهاية العام الخامس.

الأفضل ألا تتسرع في الإجابة، وقم بإعادة قراءة المشروعين، ثم احسب أيهما أفضل في إضافة قيمة أعلى لسهم الشركة، ويعتمد هذا على القيمة النقدية للوقت من وجهة نظر المستثمر؛ لهذا فإن عنصر توقيت الحصول على الأرباح- كما سبق أن أوضحنا- يعتبرُ أحد الأسباب الرئيسية للتركيز على تعظيم الثروة، كما تم قياسه بسعر السهم وليس بالإيرادات فقط، طبعا إذا كان المستثمر ينظر إلى العائد الدوري السنوي أو الاستثمارات قصيرة الأجل

فسوف يهتمُ بزيادة الربحية السنوية للسهم عن الانتظار لزيادة الأرباح بعد خمس سنوات.

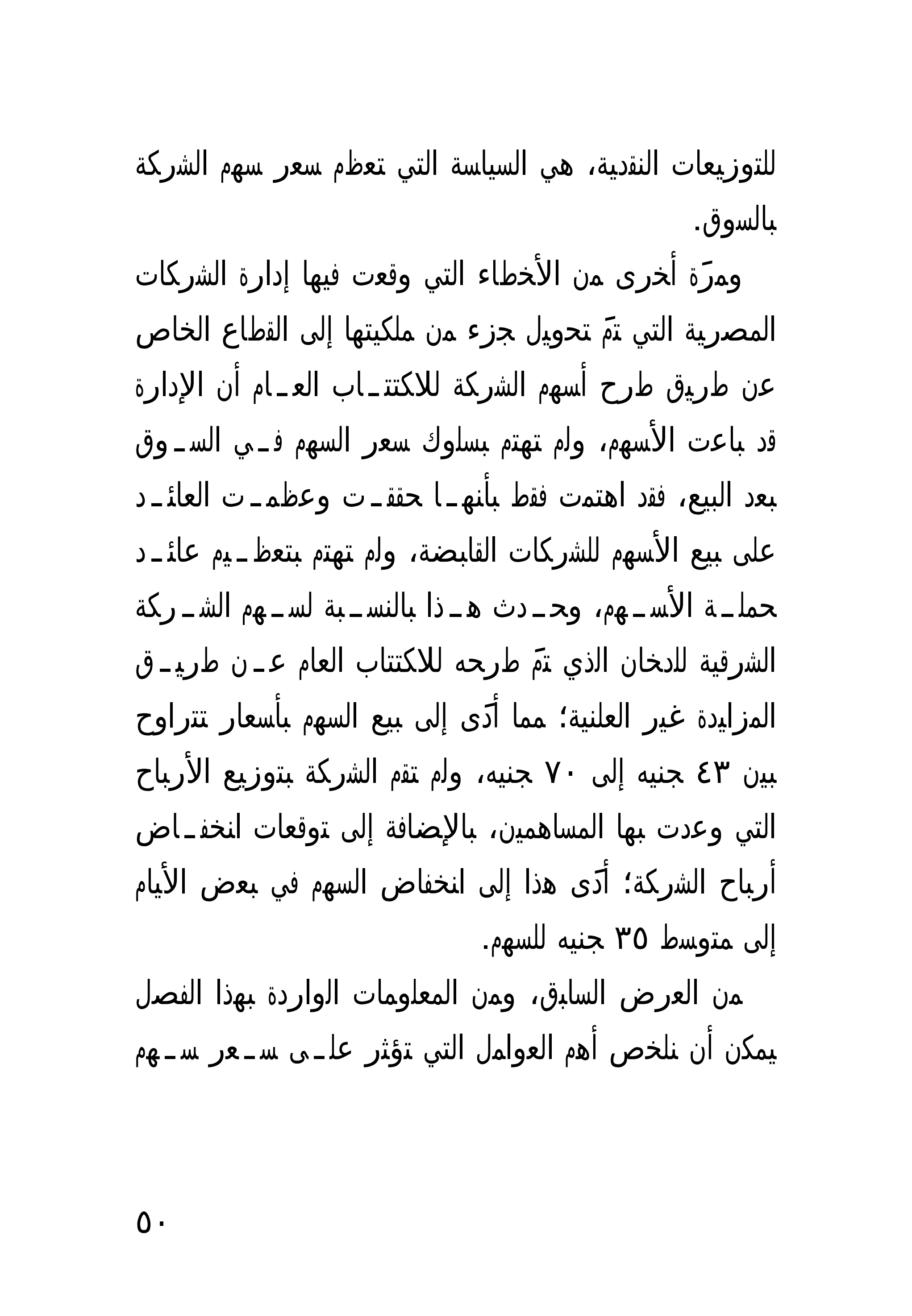
من العناصر الهامة أيضا التي يجب علـى الإدارة الماليـة أن تهتمَ بها لتعظيم ثروة حملة الأسهم عنصر "إدارة الخطر" المتوقع والمصـاحب لربحيـة السـهم؛ فقـد يختـار أحـد المساهمين- الذي يكره الخطر- أن يقوم بشراء سهم لشركة تحقق للسهم عائدا قدره ٢,٢٠ جنيه ودرجة الخطـر لنشـاط هذه الشركة منخفض مثل شركات الأسمنت عن شراء سـهم متوقع أن يحقق ٣,٠٠ جنيه لكن درجة الخطـر فـي هـذا القطاع عالية، ومازال هناك احتمال أن لا يتحقق هذا العائـد في هذا القطاع ذو المخاطر المرتفعة؛ لـذلك علـى المـدير المـالي للشـركة أن يراعـي مـدى توجـه المسـاهمين أو حملة الأسهم نحو عنصر الخطـر (الكراهيـة/ الحيـاد/ الحب) وهذا طبعا إحساس يمكن الحصول عليه من سـلوك المستثمرين في البورصة، وبصفة عامـة فـإن المسـتثمر المصري مع بداية سياسة الخصخصة يهتمُ بالعائد على السهم في الأجل القصير ويكره الخطر؛ لذلك يجب علـى المـدير المالي المصري أن يهتمَ بهذا السلوك ويأخذه فـي الاعتبـار



عند اتخاذ أي قرار للحافظ على حقوق حملة الأسهم، وأسعار الأسهم بالسوق.

من العوامل التي تؤثر على درجة الخطر لربحية السهم، عنصر هيكل تمويل الشركة، إن كثرة الاعتماد على التمويل من خلال الدين يزيد من احتمالات الإفلاس، وعدم القدرة على السداد، وطبعا بالتبعية يؤثر ذلك على ثروة حملة الأسهم، فكما تساهم المديونية في زيادة ربحية السهم فإنها تزيد من خطورة انخفاض ربحية السهم في المستقبل.

والموضوع الأخير الهام الذي يؤثر على تعظيم ثروة حملة الأسهم هو مقدار التوزيعات النقدية للأرباح لحملة الأسهم مقابل الأرباح المحتجزة داخل الشركة وغير الموزعة على المساهمين، والتي يعاد استثمارها داخل الشركة بهدف تنظيم معدل تدفق الإيرادات والأرباح في المستقبل، بالطبع يفضل حملة الأسهم التوزيعات النقدية، ولكن يفضلوا أيضا زيادة ربحية السهم، والتي تتحقق من خلال إعادة استثمار الأرباح مرَّة أخرى داخل الشركة؛ وهذا يلقي على المدير المالي عبء الاهتمام بإدارة سياسة التوزيعات Dividend Policy Decision. إن أفضل سياسة



للتوزيعات النقدية، هي السياسة التي تعظم سعر سهم الشركة بالسوق.

ومرَة أخرى من الأخطاء التي وقعت فيها إدارة الشركات المصرية التي تمَ تحويل جزء من ملكيتها إلى القطاع الخاص عن طريق طرح أسهم الشركة للاكتتـاب العـام أن الإدارة قد باعت الأسهم، ولم تهتم بسلوك سعر السهم فـي السـوق بعد البيع، فقد اهتمت فقط بأنهـا حققـت وعظمـت العائـد على بيع الأسهم للشركات القابضة، ولم تهتم بتعظـيم عائـد حملـة الأسـهم، وحـدث هـذا بالنسـبة لسـهم الشـركة الشرقية للدخان الذي تمَ طرحه للاكتتاب العام عـن طريـق المزايدة غير العلنية؛ مما أدَى إلى بيع السهم بأسعار تتراوح بين ٤٣ جنيه إلى ٧٠ جنيه، ولم تقم الشركة بتوزيع الأرباح التي وعدت بها المساهمين، بالإضافة إلى توقعات انخفـاض أرباح الشركة؛ أدَى هذا إلى انخفاض السهم في بعض الأيام إلى متوسط ٣٥ جنيه للسهم.

من العرض السابق، ومن المعلومات الواردة بهذا الفصل يمكن أن نلخص أهم العوامل التي تؤثر علـى سـعر سـهم

الشركة في السوق؛ وبالتالي تؤثر على تعظيم ثـروة حملـة الأسهم فيما يلي:

١- التنبؤات الخاصة بربحية السهم.
٢- توقيت تدفق الأرباح للأسهم.
٣- درجة الخطر واحتمال تحقق الأرباح المتوقعة.
٤- مدى اعتماد هيكل تمويل الشركة على الديون.
٥- سياسة توزيع الأرباح.

ويضاف إلى العوامل السابقة بالنسبة للسـوق المصـري جودة إدارة الشركة وخاصة الإدارة العليا، ومدى اسـتقلالية الإدارة عن الحكومة أو الدولة، ونسبة ملكية الدولة في كـل شركة، بالإضافة إلى مدى انفصـال الإدارة عـن الملكيـة كما سبق الشرح في مشكلة الوكالة.

ولذلك ننصح العـاملين فـي الإدارة الماليـة بضـرورة الاهتمام بتحليل تأثير القـرارات الجوهريـة قبـل اتخاذهـا على العوامل الخمس السابقة؛ ومن ثَمّ على سعر سهم الشركة في السوق أو في بورصة الأوراق المالية.

وننصح أيضا العاملين فـي الإدارة الماليـة بالشـركات التجارية والصناعية أن يأخذوا في الاعتبار تـأثير قـرارات

التوسع والاستثمار على أسعار الأسهم، وطبعا ربحية السهم (EPS) بالنسبة للمساهم، وعلى سبيل المثال إذا قامت إحدى شركات الطاقة التي تقوم بالتنقيب على الفحم بالتفكير في فتح أحد المناجم الجديدة، على المدير المالي أن يركز تفكيره على تأثير هذا القرار على زيادة ربحية السهم (EPS) فإذا زادت التكلفة عن التقديرات الأولية، فإن الأسعار الخاصة بالمبيعات والمخرجات (الإيرادات) سوف تقل عن التقديرات؛ وبالتالي فإن ربحية السهم سوف تقل بسبب اتخاذ قرار بفتح منجم فحم جديد.

السؤال الثاني الهام الذي يطرح نفسه:

ما هي المدّة التي يستغرقها منجم جديد حتى يعطي أرباحا؟ كيف سيتمُّ توفير الأموال اللازمة لفتح هذا المنجم الجديد؟ إذا تمَ تمويل المشروع عن طريق المديونية فهل سيؤثر ذلك على درجة المخاطرة الكلية للشركة؟ هل ستلجأ الشركة إلى تخفيض التوزيعات النقدية وتستخدم الأرباح المحتجزة غير الموزعة لتمويل مشروع المنجم الجديد، أم أن الإدارة العليا سوف تحافظ على سياسة التوزيعات النقدية، وسوف تقوم بتمويل المشروع عن طريق راس المال



الخارجي؟ الإجابة علـى الأسـئلة السـابقة، والتـي تـؤثر على تعظيم ثروة الملاك؛ ومن ثَمّ ربحية السهم للمساهم هي من المهام الرئيسية للإدارة الماليـة التـي أُنشِـئت داخـل الشركات للإجابة على مثل هذه الأسـئلة، ولاتخـاذ العديـد من القرارات التي تؤثر على كفاءة أداء الشركات.

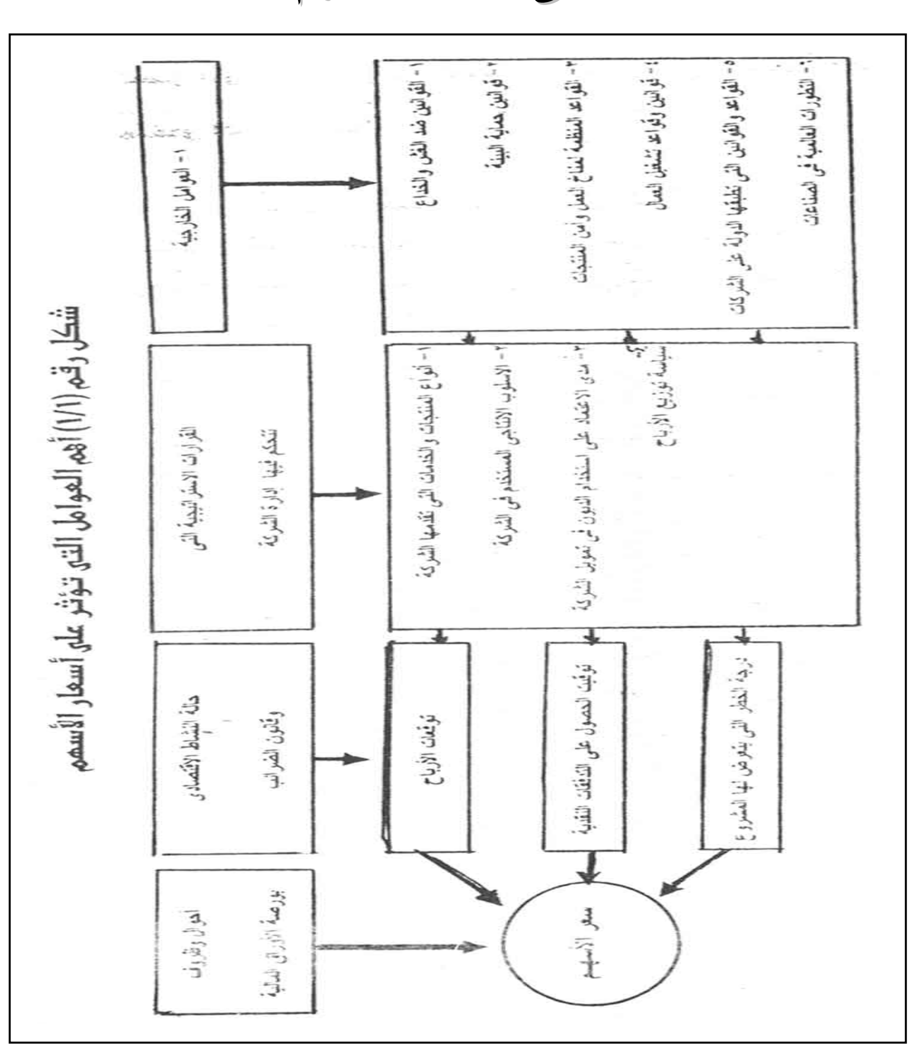
العوامـل الأخـرى الخارجيـة التـي تـؤثر على تعظيم ثروة حملة الأسهم:

بالإضافة إلى العوامـل الداخليـة السـابقة التـي تـؤثر على ربحية السهم؛ ومن ثَمّ تعظيم ثروة الملاك فـإن هنـاك أيضا مجموعة من العوامل الخارجية تـؤثر علـى أسـعار الأسهم في السوق. من بين هذه العوامل: القيـود القانونيـة على تـداول الأوراق الماليـة، المسـتوى العـام للنشـاط الاقتصادي بالدولة (الركود/ الانتعاش) قـوانين الضـرائب والأموال، والنظم الخاصة بسوق الأوراق المالية.

ويبين الشكل التالي رقم (١/١) أهم العلاقات التي تـؤثر على أسعار الأسهم، يلاحظُ مـن هـذا الشـكل أنـه بنـاء على العوامل الخارجية التي تؤثر على الشركة مثل القوانين واللوائح والإجراءات، تقوم الإدارة العليـا للشـركة بإعـداد

السياسات الاستراتيجية واتخـاذ القـرارات الداخليـة بنـاء على هذه السياسات الداخلية، إلى جانب العوامل الخارجيـة ومستوى الحالة الاقتصادية للدولـة، يـتمُ تحديـد الربحيـة المتوقعة، توقيت الحصول على التدفقات النقديـة، ودرجـة الخطر في استثمارات الشركة التي بدورها تؤثر على سـعر السهم في السوق بالارتفاع أو الانخفاض، مثل عدد الأوراق المتاحة للتداول، مثل الإصدارات الجديدة التي تظهر بالسوق كما في حالة خصخصة شركات قطاع الأعمال العام.

شكل رقم (١/١) أهم العوامل التي تؤثّر على أسعار الأسهم



ملخص الفصل الأول

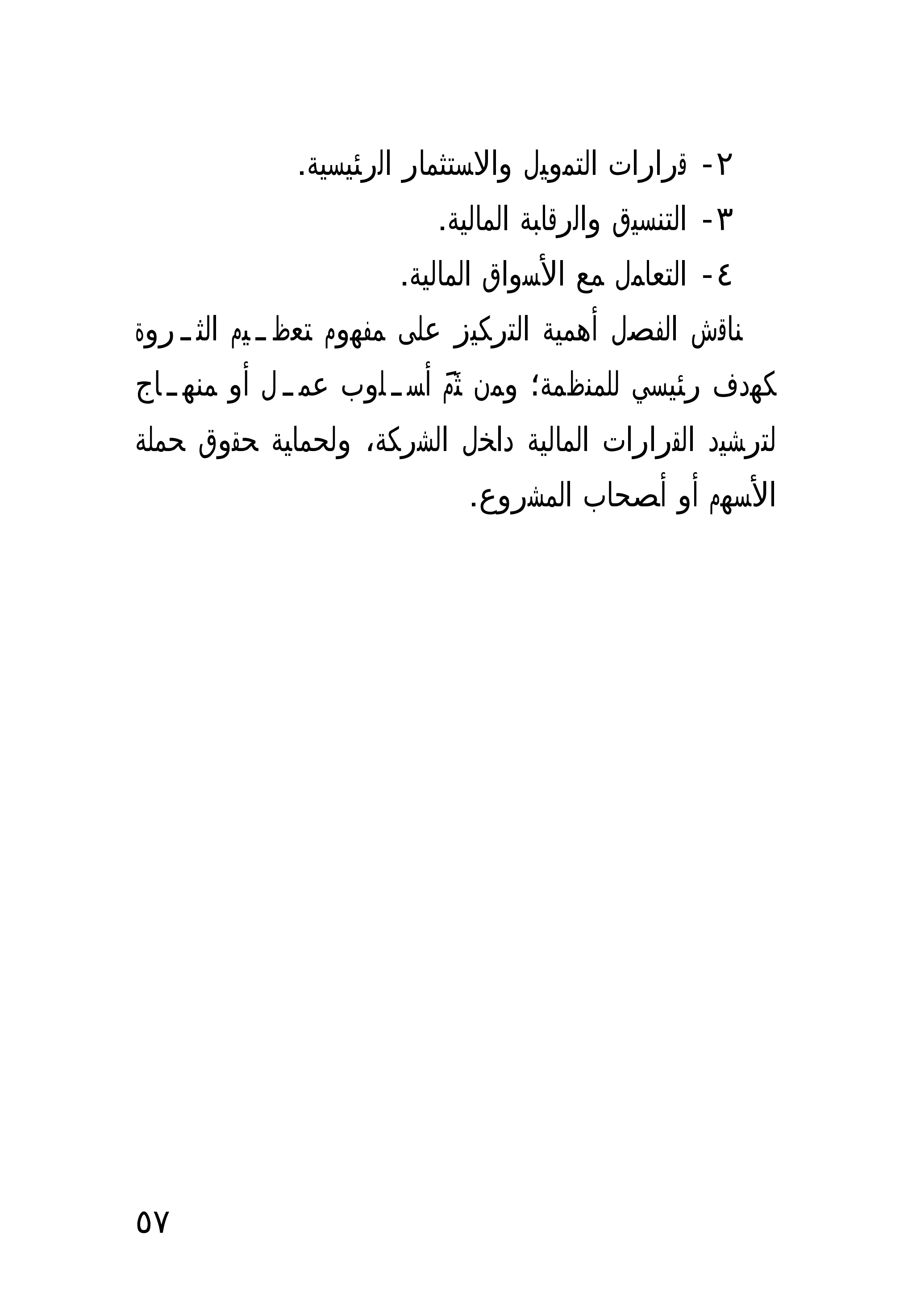
تناول الفصل الأول من هذا الكتاب تقديم لأهمية وظيفـة الإدارة المالية بالنسبة لمنظمات الأعمال، مع تعريف لوظيفة الإدارة المالية والتمويل، وتحديد أهم القرارات المالية التـي يتخذها المدير المالي مثل: قرار الاستثمار، وقرار التمويل.

يتمُّ توفير الأموال اللازمة للشركات من المصادر الداخلية خاصـة أصـحاب رأس المـال والأربـاح المحتجـزة، أو عن طريق المصادر الخارجية مثل: القروض المصرفية، وإصدار السندات.

تُعتبرُ عملية التحليل المالي إحدى الأدوات الأساسية التي تعتمد عليها الإدارة المالية لتقييم أداء المشروع، ويهتمُّ المحلل بتقييم الموقف المالي والإنجاز التشغيلي على مستوى الشركة والقطاع والاقتصاد القومي، والتنبـؤ بالإنجـاز والأحـوال الاقتصادية المتوقعة، ويمكن القول إن المدير المـالي يهـتمُّ أساسا بدراسة الخطر الذي يقابل القرارات المالية للمشروع، والعائد المتوقع على النشاط.

أهم الأنشطة التي يقوم بها العاملون بالإدارة المالية:

١- التنبؤ والتخطيط المالي.



٢- قرارات التمويل والاستثمار الرئيسية.

٣- التنسيق والرقابة المالية.

٤- التعامل مع الأسواق المالية.

ناقش الفصل أهمية التركيز على مفهوم تعظيم الثروة كهدف رئيسي للمنظمة؛ ومن ثَمّ أسلوب عمل أو منهاج لترشيد القرارات المالية داخل الشركة، ولحماية حقوق حملة الأسهم أو أصحاب المشروع.

الفصل الثاني

سوق الأوراق المالية

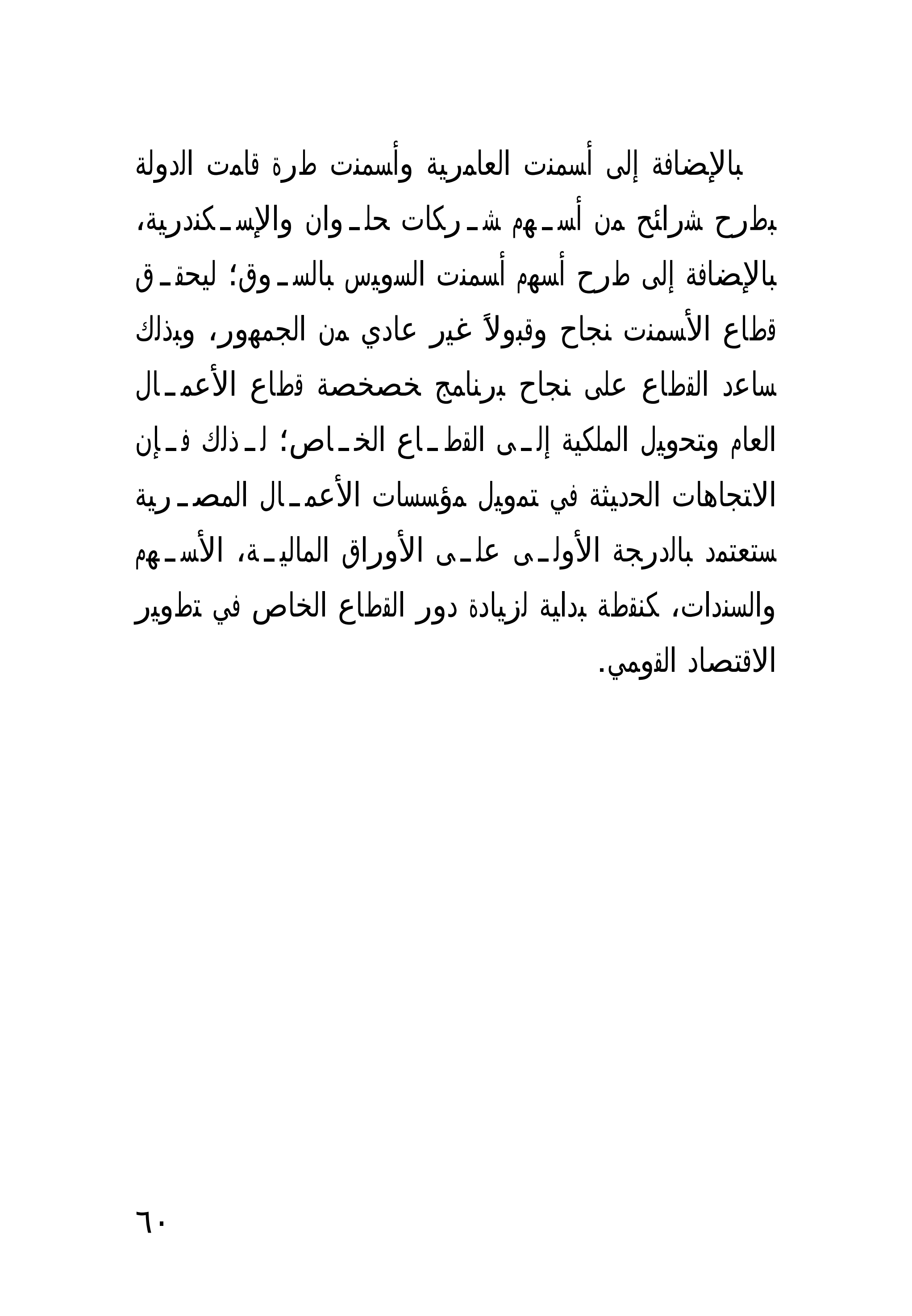
(الأسهم والسندات)

ازدهار سوق شركات الأسمنت المصري

ضمن برنامج خصخصة قطاع الأعمال المصري، قامت الدولة خلال السنوات من ٩٤ – ١٩٩٦ بطرح أسهم بعـض شركات قطاع الأعمال للجمهور والشركات كوسـيلة لنقـل جزء من ملكية هذه الشركات من الدولة إلى القطاع الخاص.

ولقد كان لقطاع الأسمنت النصيب الأكبر، حيـث بـدأت الدولة بطرح ١٠٪ من أسهم شركة أسمنت العامرية بسـعر السهم ٢٧ جنيها مصريا، ولقد كان لطلب العملاء المتزايـد على هذه الشركة الأثر الأكبـر فـي إعـادة طـرح نسـبة من الأسهم عند سعر ٥٤ جنيها، ثم شريحة ثالثة من الأسهم عند سعر ٤٦ جنيها في يوليو ١٩٩٦.

وتوالى بعد ذلك طرح أسهم شركات الأسمنت للاكتتـاب العام حيث طرحت الشركة القابضـة أسـهم شـركة طـرة للأسمنت بنهاية عام ١٩٩٤ بسـعر ٣١ جنيهـا مصـريا، ثم شريحة أخرى عند سعر ٤٤ جنيها مصريا، وقـد حقـق السهم زيادة في سعر السوق ليصل إلـى ٥٩ جنيهـا كحـد أقصى، ويتوقع للأسهم مزيد من النجاح في المستقبل.



بالإضافة إلى أسمنت العامرية وأسمنت طرة قامت الدولة بطرح شرائح من أسـهم شـركات حلـوان والإسـكندرية، بالإضافة إلى طرح أسهم أسمنت السويس بالسـوق؛ ليحقـق قطاع الأسمنت نجاح وقبولاً غير عادي من الجمهور، وبذلك ساعد القطاع على نجاح برنامج خصخصة قطاع الأعمـال العام وتحويل الملكية إلـى القطـاع الخـاص؛ لـذلك فـإن الاتجاهات الحديثة في تمويل مؤسسات الأعمـال المصـرية ستعتمد بالدرجة الأولـى علـى الأوراق الماليـة، الأسـهم والسندات، كنقطة بداية لزيادة دور القطاع الخاص في تطوير الاقتصاد القومي.

مقدِّمة

إن الهدف الأساسي من القرارات المالية الخاصة بالتمويل أو الاستثمار، هو تعظيم ثروة الملاك Maximize Owner's Wealth، وهذا الهدف بالنسبة للشركات المساهمة يترجم إلى تعظيم القيمة السوقية لحقوق الملاك، وهذا يعبر عنه بالقيمة السوقية للسهم الذي يمتلكه المساهم.

لذلك يجب على المدير المالي للمشروعات المساهمة أن يراعي القيمة السوقية للأسهم المتداولة بسوق الأوراق المالية، وتأثير أي قرار مالي على قيمة أو سعر السهم بالسوق.

على سبيل المثال طرحت شركة أسمنت الإسكندرية شريحة للاكتتاب العام للجمهور بسعر السهم ٣٢٠ جنيها، وقبل توزيع أرباح عام ٩٤/٩٣ أعلن مجلس الإدارة عن توزيع كوبون قدره ٣٨ جنيها للسهم، وعند مناقشة هذه التوصيات في اجتماع الجمعية العمومية للشركة القابضة أوصى مجلس الإدارة بتخفيض التوزيعات من ٣٨ جنيها إلى ٣٤,٥ جنيه للسهم؛ الأمر الذي أدى إلى تذمر وضيق المساهمين (حملة الأسهم أو حقوق الملاك) لانفراد الشركة

القابضة بالإدارة والسيطرة وحرمان المساهمين من التوزيعات النقدية، وقد أدّى ذلك إلى انخفاض قيمة السهم بالسوق عند بداية عام ١٩٩٦.

ولكن بمجرّد زيادة أسعار الأسمنت بمقدار ٥ جنيهات للطن في شهر إبريل ١٩٩٦ تحرّكت أسعار السوق بالزيادة لجميع الشركات تقريبًا؛ والسبب زيادة الإيرادات عن المصروفات مما يشير إلى توقع زيادة صافي أرباح الشركة في المستقبل.

ولكن السؤال الملح الذي يطرح نفسه الآن: بفرض أن شركة أسمنت ترغب في تمويل توسعات خطوط الإنتاج ولا ترغب في بيع جزء من الأسهم للجمهور ما هو البديل؟ الإجابة ببساطة هي الاقتراض من البنوك عن طريق إصدار السندات ذات العائد أو سعر الفائدة الثابت، ولكن متى سيتمُّ سداد السندات؟ ومتى سيحصل المشروع على إيرادات كافية لسداد المديونية؟

إن الأمر يستدعي أن نقوم بتعريف أنواع الأوراق المالية (الأسهم والسندات) التي يمكن أن تطرحها الشركات

المساهمة كبديل لزيادة رأس المال أو لزيادة مصادر الأموال والأوراق المالية Securities.

فالورقة المالية: عبارة عن مستند مالي يعطي حامله الحق المالي Financial Claim في الحصول على تدفقات نقديـة مستقبلية.

وتنقسم الأوراق المالية إلى نوعين:

النوع الأول (السهم): Shares

وهي تمثل حق ملكية لحقوق مالية أو أصل.

النوع الثانية (السندات): Bonds

وهي تمثل التزام دين يعطي حامله الحق في سداد الأموال المقترضة، بالإضافة إلى الفائدة على هذه الأموال.

ودعنا نوضح الفرق بشيء من التبسيط؛ فعلى سبيل المثال نفترض أن شركة أسمنت طرة طرحت أسهما للاكتتاب العام عند سعر ٣١,٥ جنيه للسهم، هذا السهم من الأسهم العاديـة يعطي لصاحبه الحق في أن يصبح مساهما بالشركة خـلال فترة الاحتفاظ بالسهم (أي عدم البيع) بالإضافة إلى احتمـال زيادة القيمة السوقية عن قيمة الشراء؛ فيحقق بـذلك عائـدا

رأسماليا Capital Gain، أو يحتفظ بالسـهم حتـى قيـام الشركة بتوزيع كوبون ٥ جنيهات للسهم؛ فيحقق معدّل عائـد قدره ١٥,٩٪ (٥/ ٣١,٥ جنيه × ١٠٠).

أما إذا قرّرت شركة طـرة أنهـا بحاجـة فقـط لمبلـغ ١٠٠ مليون جنيه للاستثمار فـي التوسـعات فـي الطاقـة الإنتاجية، ويعلم المدير المالي أنه يحتاج إلى هـذه الأمـوال خلال فترة ٥ سنوات فقط؛ ففي هذه الحالة يمكـن أن يقـوم بطرح سندات بقيمة اسمية ١٠٠٠ جنيه، ويستردُّ المشـتري قيمة السند بعد ٥ سنوات، وبمعدّل عائد سنوي ثابـت ١١٪، مع حق حامل السند في التصرُّف فيه بالبيع ببورصة الأوراق المالية من خلال شركات تداول الأوراق المالية التي تلعـب دورها كسمسار للأوراق المالية.

شكل مستندات الملكية للأسهم والسندات: يحصل حامـل السهم أو السند أساسا على ورقه بها سهم أو سند من الشركة المصدرة للسهم أو السند، أو يجـوز أن يحصـل المسـاهم أو حامل السند على شهادة ملكية مؤقتة عبارة عـن مسـتند مطبوع على الحاسب الآلي لحين إصـدار شـهادة الأسـهم أو السند، وهذا الوضع مطبق حاليا في مصر؛ وذلك لسرعة

إصدار شهادات مؤقتة لأسهم شركات قطاع الأعمال، وذلـك حتى يتاح لحمله الأسهم البيـع والشـراء بالبورصـة دون الانتظار للصكوك الأساسية.

سوق الأسهم والسندات: Securities Market

هي عبارة عن سوق مرتبة لبيع وشراء (تداول) الأوراق المالية، وقد يكون هناك مكان فعلي للسوق مثـل بورصـة الأوراق المالية المصرية، يوجد في القاهرة بورصـة أوراق مالية مقرُّها شارع الشريفين بالقاهرة وبورصة الإسـكندرية. وقد يتمُّ تداول الأوراق المالية بدون مكان مـادي ومباشـرة عن طريق شبكة الحاسب الآلي المتصلة بحاسـب رئيسـي عن طريق شبكة التليفون.

ويمكن تصنيف الأوراق المالية إلى ثلاثة أنواع رئيسية:

١- الأوراق المالية الخاصة بسوق النقد Money Market

٢- الأوراق الماليــة الخاصــة بســوق رأس المــال Capital Market

٣- الأوراق الماليـة الخاصـة بالمشـتقات Derivative Securities

وهذا التصنيف يتوقف على آجال هذه الأوراق، ومصادر الحصول على قيمتها؛ والمقصود بآجـال الورقـة الماليـة "Maturity" كناية عن وقت إعادة السداد للمديونية.

١- الأوراق المالية الخاصة بسوق النقد:

Money Market Securities

هي عبارة عن حقوق مالية قصيرة الأجل؛ أي إن فتـرة الاستحقاق عادة أقل من سنة، ومن أهم أنواع الأوراق المالية قصيرة الأجل أذون الخزانـة "Treasury Bills"، الأوراق التجارية (الكمبيالة/ السند الإذني)، شهادات الإيداع المعوَمة، والأوراق التجاريـ ـة المقبولـ ـة بواسـ ـطة البنـ ـوك Banker's Acceptances.

١/١ أذون الخزانة: Treasury Bills (T-Bill)

عبارة عن أوراق مالية تصدرها الحكومة، وتتراوح مـدَة استحقاقها بين ٩١ إلى ١٨٢ يومـا وحتـى ٥٢ أسـبوعا. أذون الخزانة ليس لها سعر فائدة ولكن يتمُ بيعها؛ وذلك مقابل خصم جزء من قيمة هذه الأوراق عند الشراء.

على سبيل المثال إذا كانت القيمة الاسمية لأذون الخزانـة ١٠,٠٠٠ جنيه، تستحق الاسترداد بعد حوالي ثلاثة شـهور

فيمكن شراؤها مثلاً عنـد معـدّل خصـم قـدره ١١٪ أي ٨٩ جنيه، وعادة يتمُّ الشراء عن طريق عطاءات حسب القيم التي تمَ إصدارها، ويتمُّ تخصيص أذون الخزانة حسب أعلى العطاءات أولاً، ثم يتدرَّج البنك المركزي فـي التخصـيص حتى يحصل آخر جزء متبقي من الصكوك العطاء أو السعر التالي حسب التخصيص.

٢/١ الأوراق التجارية: Commercial Papers

عبارة عن وعد مكتوب لسداد قيمة معينة من الأموال تـمَ إصدارها بواسطة شركات كبيرة بالسوق نتيجة لعمليات البيع والشراء الآجل، وعادة تستحق هذه الأوراق السداد من يـوم وحتى ٢٧٠ يوما، فئات لا تقل عن ١٠٠,٠٠٠ جنيه، ويـتمُّ عادة تغطية أو حماية هذه الأوراق التجاريـة عـن طريـق خطوط الائتمـان التـي تصـدرها البنـوك؛ أي إن البنـك على استعداد لسداد الالتزامات إذا لم يستطع مصـدر هـذه الأوراق التجارية السداد مثل الكمبيالـة أو السـند الإذنـي، الأوراق التجارية قد يحصل حاملها على معدل عائد في شكل سعر فائدة أو يمكن بيعها على أساس خصم جزء من قيمتها.

٣/١ شهادات الودائع أو الادخار

Certificates Of Deposits (CDs)

عبارة عن شهادات موثقة من البنك لسداد قيمة الشـهادة للمودع في تاريخ معين، تتراوح فترة استحقاق هذه الشهادات ما بين ٦ شهور وحتى ثلاث سنوات، بعض هذه الشـهادات قابل للتداول بواسطة العملاء أو عن طريق البيـع والشـراء من خلال بورصة الأوراق المالية، والبعض الآخر غير قابل للتداول، ويمكن أن يستردّ العميل قيمتها فقط عـن طريـق البنوك.

ويمكن تقسيم شهادات الودائع إلـى الأنـواع التالية:

شهادات الودائع القابلة للتداول:

Negotiable Certificate of Deposits

عبارة عن شهادات إيداع يتمُّ إصدارها بواسـطة البنـوك التجارية الكبرى، ويمكن أن يتمَّ التداول عليها خلال عمليات الشراء أو البيع بواسطة المستثمرين، أما بالنسـبة لفتـرات

الاستحقاق فإنها تتراوح ما بين (شهر إلى سنة) ويتمُ التداول عليها في صفقات تبدأ من ١٠٠,٠٠٠ دولار أو أعلى.

عادة يتمُ بيع شـهادات الودائـع القابلـة للتـداول بنـاء على سعر الإصـدار أو القيمـة الاسـمية Face Value، ويحصل المستثمر مقابل ذلك على أسعار فائدة ثابتـة مثـل السندات، وعند حلول فترة الاستحقاق يستردُ المستثمر قيمـة الشهادة بالإضافة إلى قيمة أسعار الفائدة المستحقة عن الفترة.

قبول البنوك:

Banker's Acceptances

عبارة عن قروض قصيرة الأجل، تُمنَحُ عادة للمستوردين والمصدرين تصدر بواسطة البنوك لتمويل عمليات معينـة، ويتمُ خلق "القبول" عندما يقوم العميل بتقديم تحويـل Draft (أو حوالة) (وعد بالسداد) في صورة ورقة ماليـة مكتوبـة إلى البنك، ويوقـع عليهـا البنـك "بـالقبول" "Accepts"؛ أي إن البنك قد قبل أن يقوم بالسداد نيابة عن مصدر الحوالة أو الكمبيالة في حالة عدم قيامه بالسداد.

وللتبسيط عادة تقوم البنوك المصرية بقبـول الكمبيـالات التي يحررها المصدر للمستورد مقابل البضاعة المسـتوردة؛

وقبول بنك المستورد الكمبيالة يعني أن السداد سيتمُ مباشـرة من البنك إلى المصدر رأسا من بنك المستورد.

وقد يقوم المصدر في اليابان مثلاً باستخدام هذه الكمبيالـة المقبولة من البنك المصري في الحصول على قرض لتمويل عملية شراء المواد الخام المطلوبة لتصنيع الصادرات للعميل المصري.

وبصفة عامة يمكن القول إن الأوراق الماليـة الخاصـة بسوق النقد تتوقف أساسا- أو تدعم أساسا- بواسـطة قـدرة مصدر هذه الأوراق على السداد. لاحظ أنه لا يوجد ضمانات Collateral مع الأوراق المصدرة في سوق النقد أي غيـر مضمونة برهن عقاري مثلاً لضمان المصدر لعملية السداد، ويعتمد المستثمر أساسا على سمعة وتاريخ السداد لمصـدر هذه الأوراق.

٢- الأوراق الماليـة الخاصـة بسـوق رأس المال:

Capital Market Securities

بالنسبة للأوراق المالية الخاصة بسوق رأس المال فهـي عبارة عن أوراق مالية طويلة الأجل يتمُ إصدارها بواسـطة

الشركات المساهمة والحكومة، ويقصدُ بالأوراق المالية طويلة الأجل الأوراق ذات فترات الاستحقاق أكبر من سنة أو التي يتمُ إصدارها بدون فترة استحقاق.

ويمكن تقسيم الأوراق المالية التي يتمُ تداولها في سوق رأس المال إلى نوعين:

١- النوع الأول: عبارة عن الأسهم التي تمثل حق الملكية، والتي يتمُ إصدارها بواسطة الشركات المساهمة.

٢- النوع الثاني: عبارة عن السندات التي تمثل المديونية (الاقتراض) والتي يتمُ إصدارها بواسطة الشركات المساهمة أو حكومات الدول.

الإصدارات من الأسهم:

تقوم العديد من الشركات المساهمة بإصدار العديد من أنواع الأسهم كجزء من مصادر التمويل الداخلية للمشروعات، ويطلَقُ على المستثمرين حملة الأسهم لقب المساهمين Shareholders. وتُقسم أنواع الأسهم إلى نوعين رئيسين: الأسهم العادية Common Stocks، والأسهم الممتازة Preferred Stocks.

الأسهم العادية: Common Stocks

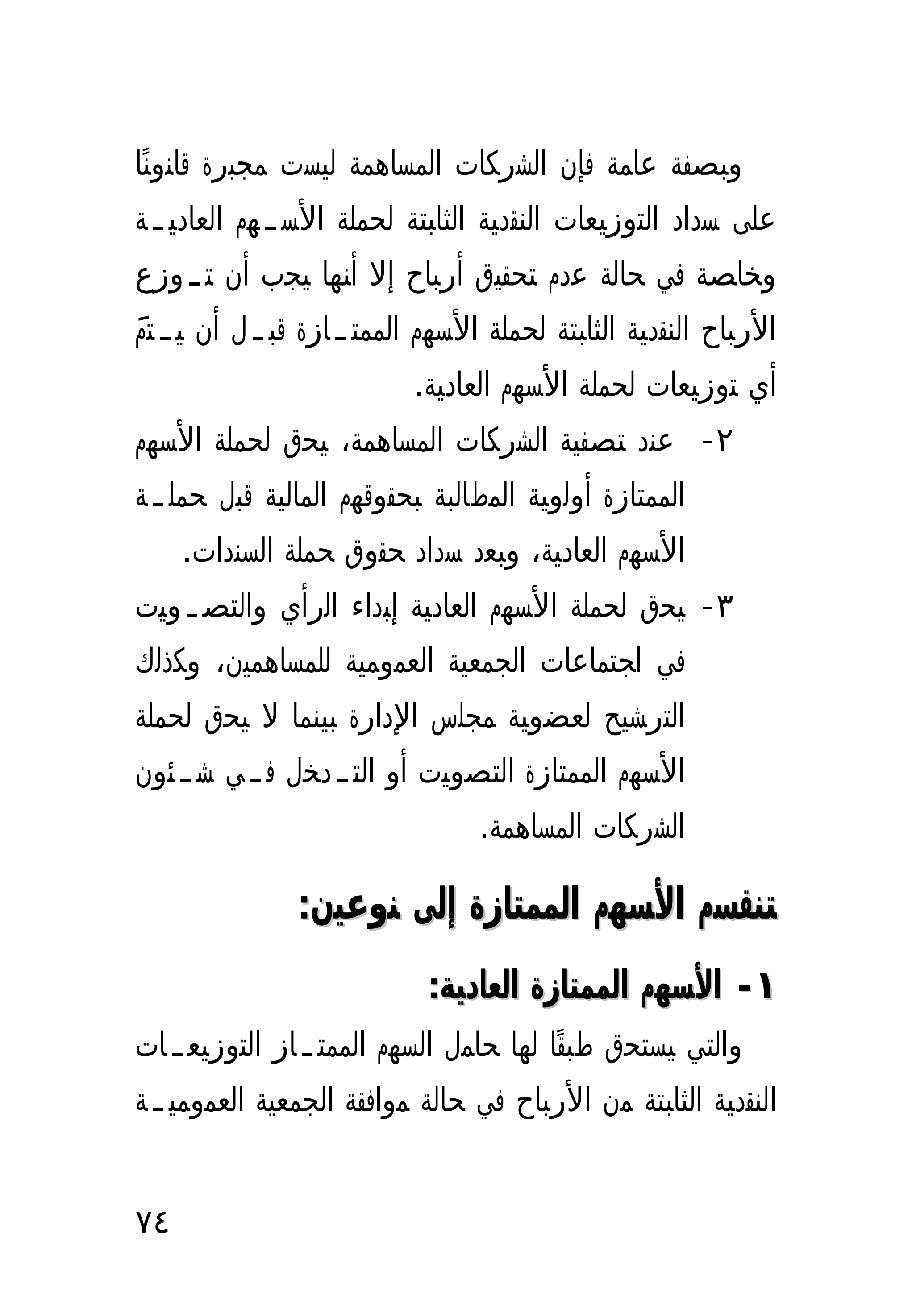
تُعتبرُ الأسهم العادية من أهم أنواع الأسهم التي تصـدرها الشركات المساهمة، وحملة الأسهم العادية هم أصحاب رأس المال وملاك الشركة بصفة أساسية، وعند تصـفية الشـركة يحق لحملة الأسهم العادية المطالبة بحقهم في أصول الشركة، وذلك بعد أن يتمَ الوفاء بكافة حقوق والتزامات الغيـر قِبـل الشركة، وبما أن الأسهم العادية ليس لهـا فتـرة اسـتحقاق وتستمرُ مع حاملها فترة حياة الشركة المساهمة؛ لذلك فإنـه يمكن أن نطلق عليها أنها بدون فترة استرداد، ويحق لحملـة الأسهم الحصول على توزيعات نقدية في صورة كوبونـات أرباح Dividends من الشركة، كما يحق لهم أيضا تـداول السهم(البيع أو الشراء) من خلال بورصة الأوراق الماليـة، ومن هذه الحالة قد يحصل حامل السهم على عائد استثماري أو أرباح رأسمالية Capital Gain؛ وذلك عند زيادة القيمة السوقية للسهم في السوق عـن القيمـة الدفتريـة أو قيمـة الإصدار الأولى أو عن سعر الشراء إذا تمَ الشراء مباشـرة من سوق الأوراق المالية، وتقوم بعض الشـركات بتوزيـع

جزء من الأرباح في صورة أسهم مجانية بدلاً من أو بالإضافة إلى التوزيعات النقدية.

الأسهم الممتازة: Preferred Stock

ينطبق على الأسهم الممتازة من حيث الحيازة أو الملكية مثل ما ينطبق على الأسهم العادية كما أنها تُعتبرُ أيضا أسهما بدون فترة استرداد أو استحقاق؛ أي إنها طويلة الأجل ترتبط بحياة الشركة، ولكن هناك بعض الاختلافات الجوهرية بين السهم الممتاز والسهم العادي نوجزها فيما يلي:-

١- يحصل حامل السهم الممتاز على توزيعات أرباح سنوية ثابتة، بينما يحصل حامل السهم العادي على توزيعات أرباح غير ثابتة تتوقف على حجم الأرباح الفعلية التي تحققها الشركة كل سنة، بالإضافة إلى أن نسب التوزيع التي تُحدَّد بصفة دورية كل سنة بناء على توصيات مجلس إدارة الشركة وموافقة الجمعية العمومية للمساهمين في اجتماعها السنوي في نهاية السنة المالية، وبناء على دعوة مجلس الإدارة.



وبصفة عامة فإن الشركات المساهمة ليست مجبرة قانونًا على سداد التوزيعات النقدية الثابتة لحملة الأسـهم العاديـة وخاصة في حالة عدم تحقيق أرباح إلا أنها يجب أن تـوزع الأرباح النقدية الثابتة لحملة الأسهم الممتـازة قبـل أن يـتمَ أي توزيعات لحملة الأسهم العادية.

٢- عند تصفية الشركات المساهمة، يحق لحملة الأسهم الممتازة أولوية المطالبة بحقوقهم المالية قبل حملـة الأسهم العادية، وبعد سداد حقوق حملة السندات.

٣- يحق لحملة الأسهم العادية إبداء الرأي والتصـويت في اجتماعات الجمعية العمومية للمساهمين، وكذلك الترشيح لعضوية مجلس الإدارة بينما لا يحق لحملة الأسهم الممتازة التصويت أو التـدخل فـي شـئون الشركات المساهمة.

تنقسم الأسهم الممتازة إلى نوعين:

١- الأسهم الممتازة العادية:

والتي يستحق طبقًا لها حامل السهم الممتـاز التوزيعـات النقدية الثابتة من الأرباح في حالة موافقة الجمعية العموميـة

للمساهمين على التوزيع، وفي حالة تحقق أرباح خلال العـام المالي، إذا لم يتم توزيع أرباح نقدية لحملة الأسهم الممتـازة العادية في أحد السنوات فـلا يحـق لهـم المطالبـة بهـذه التوزيعات بأثر رجعي عن سنوات مالية ماضية مستقبلاً.

٢- الأسهم الممتازة المجمعة:

Cumulative Preferred Stocks

تعطي الأسهم الممتازة المجمعة الحـق لحامـل السـهم في المطالبة بالتوزيعات النقدية من الأرباح التي لـم تـوزَع عن سنوات سابقة بأثر رجعي في أي سنة مالية حالة تحقـق الأرباح.

الإصدارات من السندات:

تفضل بعض الشركات أن تقال من تدخل حملـة الأسـهم في الإدارة، أو أن تقوم بتمويل المشروع بدون زيادة تـدخل الممول في حق الملكية؛ لذلك فهي تلجأ إلى إصدار سـندات، وتعطي حق لحامل السند في الحصول على معدّل سعر فائدة ثابت سنويا، بالإضافة إلى الحق في إعـادة سـداد القيمـة الاسمية للسند عند حلول موعد الاستحقاق (اسـترداد قيمـة السند).

وعلى سبيل المثال إذا قام أحد المستثمرين بشراء سندات البنك المصري الأمريكي الإصدار الأول عام ١٩٩٦ بمبلـغ ١٠٠٠ جنيه مصري، وبسـعر فائـدة ١٠,٧٥ ٪ سـنويا، بالإضافة إلى أن فترة الاسترداد ٥ سنوات؛ فيحق للمسـتثمر في هذه الحالة عائد سنوي ثابت على السـند قـدره ١٠٧,٥ جنيه، وإما أن يسدد كل ستة شهور أو في نهاية كـل سـنة، وإذا قام المستثمر بالاحتفاظ بهذا السند حتـى نهايـة فتـرة الاستحقاق فإنه سيحصل على القيمة الاسمية للسند بعد خمس سنوات بالإضافة إلى الفائدة الثابتة المستحقة عند نهاية السنة الخامسة.

ويحق للمستثمر الذي يقوم بشراء السندات- سواء عنـد الإصدار الأولي أو من السوق الثانوية (البورصة) - أن يقوم بإعادة بيع السند إلى مستثمر آخر في أي وقت قبـل حلـول موعد الاستحقاق أو تقديمه للشركة المصدرة للسـند لإعـادة سداد القيمة الاسمية عند حلول موعد استهلاك أو سداد السند.

وحرصا من بعض الشركات على تشـجيع المسـتثمرين على شراء السندات فإنها تضمن القيمة الاسـمية للسـندات

مقابل بعض الأصول المحـدَدة عنـد الإصـدار، ويطلـقُ عليها في هذه الحالة السندات المضمونة.

وفي حالة إصدار الشركات لسـندات مضـمونة بـبعض أصولها، وتوقفت الشركة عن سداد القيمة الاسـمية للسـند أو سعر الفائدة الثابت عند حلول موعد الاسـتحقاق؛ فيحـق لحاملي السندات في هذه الحالة أن يجبروا الشركة على بيـع الأصـول الضـامنة أو الوفـاء بقيمـة الالتزامـات التـي على الشركة، إن وجود ضـمانات لحملـة السـندات يقلـل من الأخطار التي يواجهها السند، ويقلل أيضـا مـن معـدَل العائد الثابت الذي يتوَقع أن يحصل عليه حامل السند.

ويحق بصفة عامة لحاملي السندات الحصول على حقوقهم قِبل الشركة قبل حملة الأسهم العاديـة والأسـهم الممتـازة، مع وجود احتمال عدم استرداد حملة السندات القيمة الاسمية للسندات في حالة تصفية الشركة.

ويحق للحكومة أيضا أن تقوم بإصدار السندات، وفي هذه الحالة تكون مضمونة من الحكومة، وتستحق معـدَل عائـد ثابتًا بصفة دورية نصف سنوية أو سنوية.

وتتمتع بعض الأسهم والسندات في ضوء القوانين السائدة بكل دولة، ببعض الإعفاءات الضريبية؛ وذلك لتشجيع المستثمرين على شراء هذه الأوراق، ولزيادة عملية البيع والشراء حسب احتياجات المستثمرين.

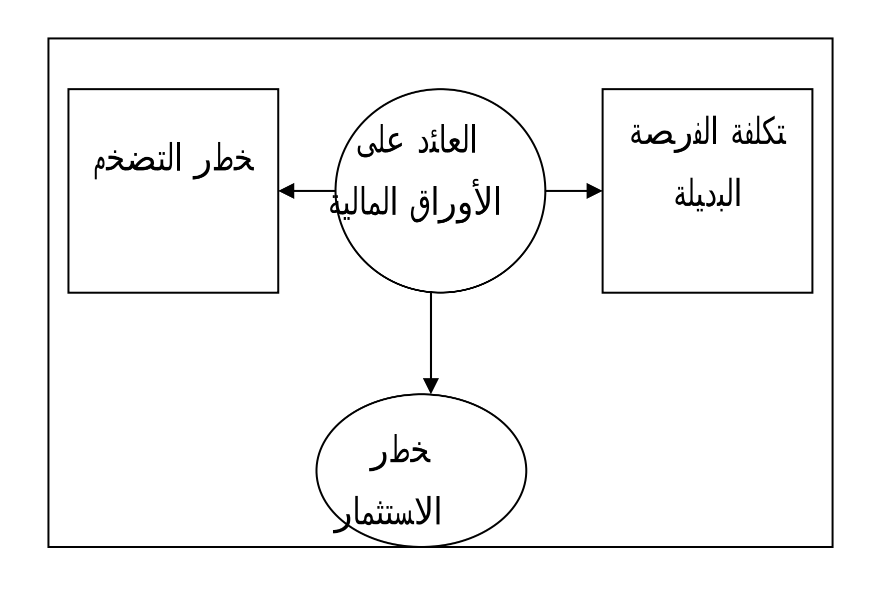
العائد المتوقع للمستثمر في الأسهم والسندات:

يمكن تحديد العائد المتوقع للمستثمر في الأوراق المالية فيما يلي:

١- تحقيق عائد يغطي تكلفة الفرصة البديلة، حيث تمَ استثمار الأموال في الأسهم والسندات.

٢- تحقيق عائد يعوض المستثمر عن خطر التضخم Inflation، والذي يؤدي إلى انخفاض قيمة التدفقات النقدية المتوقعة للاستثمار في الأسهم والسندات نتيجة انخفاض القوى الشرائية للنقود.

٣- تحقيق عائد يعوض المستثمر عن الخطر المتوقع تحمله للاستثمار في الأوراق المالية، ويتوقع مستثمر الأوراق المالية أن يحقق معدَل عائد مرتفعا نتيجة للمخاطر العالية التي يتحملها.



أنواع أخرى من الأوراق المالية "المشتقات":

Derivative Securities

يطلَقُ مصطلح المشتقات على أي ورقة ماليـة تحصـل على قيمتها مباشرة من أي ورقة أخـرى أو أصـل مـالي.

أهم أنواع المشتقات:

١- الخيارات Options

٢- العقود المستقبلية Futures

٣- الأوراق المضمونة بالأصول Assets – Backed Securities

١- الخيارات: Options

عبارة عن حق شراء أو بيع أصل مالي فـي المسـتقبل مقابل سعر ثابت محدّد خلال فترة زمنيـة معينـة، ويطلـقُ على السعر المحدد سعر التعامل Exercise Price أو سعر التنفيذ، وتنتهي الفترة الزمنية المحـدّدة فـي تـاريخ انتهـاء استخدام الحق أو تاريخ الاستحقاق Maturity – date.

أنواع الخيارات:

يمكن تقسيم الخيارات إلى نوعين رئيسين:

١- Call option (حق شراء أسهم):

حيث تعطي الحق لحاملها لشراء أسهم إحدى الشـركات بسعر ثابت سائد خلال فترة زمنية معينـة، إذا لـم يسـتفد المستثمر من هذا الحق فسوف يخسر تكلفـة بسـيطة جـدا قد لا تتعدى حوالي ٢٥ – ٥٠ قرشًا في معظم الأحوال.

مثال:

يمكن أن يقوم المستثمر باختيار حق شراء سـهم شـركة الدقهلية للغزل والنسيج، مثلاً: ١٠٠٠ سـهم بسـعر ٣٦,٠٠ جنيه خلال الفترة مـن ١٩٩٦/٧/١ وحتـى ١٩٩٦/٩/٣٠.

يحق للمستثمر خلال هذه الفترة وحتـى تـاريخ الاسـتحقاق أو انتهاء الحق في ١٩٩٦/٩/٣٠ بأن يمارس حقه في شراء ١٠٠٠ سهم لشركة الدقهلية للغزل والنسيج بسـعر ٣٦٠٠٠ جنيه، تكلفة هذا الحق قد تمثل ٢٥ قرشًا للسـهم أي حـوالي ٢٥٠ جنيه فقط؛ وهنا يقوم المستثمر بالانتظـار وملاحظـة اتجاه الأسعار بالسوق فإذا زاد سعر السهم قبل نهاية شـهر سبتمبر (١٩٩٦/٩) إلـى ٣٧ جنيهـا ففـي هـذه الحالـة من الأفضل أن يمارس هذا الحق؛ لأن سعر الشراء باستخدام حق الشراء ١٠٠٠ × ٣٦ = ٣٦٠٠٠ جنيه.

السعر الحالي بالسوق = ١٠٠٠ × ٣٧ = ٣٧٠٠٠ جنيه؛ أي إن ممارسة هذا الحق سوف يقلل من مخاطر المسـتثمر بقيمة قدرها ١٠٠٠ جنيه، وتكلفة الحق للسـهم (٢٥ قرشًـا) تدخل في قيمة الصفقة.

أمـا إذا انخفضـت الأسـعار ووصـل سـعر السـهم إلى ٣٥ جنيها، فإن:

سعر الشراء باستخدام حـق الشـراء = ١٠٠٠ × ٣٦= ٣٦٠٠٠ جنيه.

سعر الشراء حاليا بالسـوق = ١٠٠٠ × ٣٥= ٣٥٠٠٠ جنيه.

مقدار التوفير الذي سيحققه المستثمر إذا رفض اسـتخدام حق الشراء وسعر السوق = ١٠٠٠ جنيه.

ويخصم من هذا الوفر المبلغ المقابل لتكلفة عدم ممارسـة الحق

= (١٠٠٠ × ٢٥ قرش) = ٢٥ جنيها.

∴ صافي الوفر = ١٠٠٠ – ٢٥٠ = ٧٥٠ جنيها.

وهذا طبعا أفضل للمستثمر.

٢- حق بيع أسهم (Put Option):

يعطي هـذا النـوع مـن الاسـتثمار الحـق للمسـتثمر في ممارسة بيع أحد الأسهم بدون أي إجبار بسعر محدَد سارٍ خلال فترة معينة.

وإذا لم يرغب المستثمر في ممارسة حق البيع فإنه يخسر فقط مصاريف شراء حق البيع كما سبق الشرح في حالة حق شراء الأسهم.

وهناك العديـد مـن أنـواع "الخيـارات" التـي يمكـن أن يستخدمها المدير المالي عند اتخاذ قـرارات الاسـتثمار والتمويل ومن أهمها:

١- (ترخيص شراء أسهم) A Warrant:

يتشابه هذا الترخيص مع حـق الشـراء Call Option حيث يحق لحامله شراء نوع وعدد معين من الأسهم العادية فقط خلال فترة زمنية معينة، ولكن الميزة الفريدة لهذا النوع من الحقوق أن له صفة طويلة الأجل؛ حيـث يطـول مـدّة الترخيص، وفي بعض الأحيان قد يكون حقًا دائما.

٢- خيارات تمنح ميزة التحويل:

A Convertible Feature

تعطي بعض الخيارات الحـق لحامـل السـهم الممتـاز أو السند الحق في تحويل أو تبديل السهم أو السند إلى أسـهم عادية.

٣- خيارات تمنح حق الاستدعاء والشراء:

a Call Feature

يعطى هذا الحق أو الخاصية بالاستدعاء أو الشراء للسهم الممتاز أو السند؛ حيث يخول هذا الحق إلى مصدر الأسـهم الممتازة أو السندات الحق في شراء الأسهم الممتـازة مـرَّة أخرى عند سعر معين محدد.

٤- حق الشراء:

A Right

عبارة عن حق يعطي حامله ميزة شـراء الأسـهم عنـد أسعار محددة خلال فترة معينة من الزمن، وقد يمـنَحُ هـذا الحق فقط لحملة الأسهم الحاليين؛ وذلك حتى يعطيهم الفرصة للمحافظة على حصة معقولة من ملكية الأسهم بالشركة.

٥- خاصية بيع السندات:

A Put Feature

تمنح بعض السندات الحق لحاملها في البيع مرَّة أخـرى لمصدرها خلال فترة معينة، وبسعر محدد.

العقود المستقبلية:

Futures

من الأنواع الهامة للمشتقات من الأوراق المالية العقـود المستقبلية؛ والعقد المسـتقبلي Futures Contract عبـارة عن ترتيب لشراء أو بيع كمية معينة من السلع أو الأصـول المالية بأسعار محدَدة عند موعد محدَد من المستقبل.

إن الهدف الأساسي من ظهور هذه العقود هو تقليل تأثير التقلبات في أسعار المواد الزراعية (مثل الطماطم، والبرتقال) والسلع المعدنية (مثل الذهب، والفضة، والنحاس).

ومما هو جدير بالذكر أن العقود المستقبلية تمَ اسـتحداثها عالميا حاليا لتغطية مخاطر تغير أسـعار الفائـدة، وأسـعار الصرف، وأسعار الأسهم والخيارات Options.

ويستخدم العقود المستقبلية نوعان من المستثمرين:

١. مستثمر يرغب في تغطية مخاطر أسـعار بعـض السلع (Hedger) حيث يقوم بإبرام عقـد مسـتقبلي ليطمئن على الأسعار المستقبلية لبعض السلع حتى يوفرها في تاريخ معين، ومثال على ذلك قد ترغب وزارة التموين المصرية في توفير القمح الـلازم

لإنتاج دقيق الخبز في فترات مسـتقبلية وبأسـعار ثابتة؛ فتلجأ إلى العقود المستقبلية.

وقد يرغب أيضا مستورد مصري لبعض السلع العالميـة في الدفع بالعملات الأجنبية، ويرغب في تأمين سعر صرف العملات الأجنبية عند سعر ثابت مستقبلاً (مثلاً خلال فتـرة شهرين من الآن) حتى يخفف مـن مشـكلة تغيـر أسـعار الصرف بالين الياباني من مصدر ياباني.

٢. المستثمر المضارب: (Speculator) وهو المسـتثمر الذي يرغب في العقود المستقبلية؛ وذلك ليـراهن على التغيرات المتوقعـة فـي أسـعار السـلع أو الأصول المالية.

الأوراق المالية المضمونة بالأصول:

Asset – Backed Securities (ABS)

من أنواع المشتقات الحديثة الأوراق الماليـة المضـمونة بالأصول، والتي تنتج عن تجميع بعض الأصـول الماليـة. فعلى سبيل المثال: الأصول المالية الخاصة بقـروض بنـاء المنازل Home Mortgages، ديون بطاقـات الائتمـان، أو أي أنواع من القروض المجمعة معا، وبناء على ذلك يـتمُ

إصدار الأوراق المالية التي تمثل ملكية في أصل القرض أو أي فوائد يتمُّ الحصول عليها من جميع هذه الديون.

ويطلق على عملية إعادة هيكلة المديونية بالمصطلح Securitization والتي ينتج عنها خلق نوع جديد من الأصول قابل للتداول، وقد كان من الصعب جعله قابلاً للتداول وخاصة بالنسبة للديون.

ويقوم عادة بممارسة عملية هيكلة وتسييل الديون Securitization بنوك الاستثمار، والبنوك التجارية، وشركات تداول الأوراق المالية، وتسمح هذه العملية للمقرضين بالتركيز على الاقتراض بينما يقوم المستثمرون بتوفير التمويل اللازم لهذه القروض.

أسواق الأوراق المالية:

Securities Markets

إن الوظيفة الأولية لسوق الأوراق المالية هي تسهيل عملية قيام البائعين والمشترين للأوراق المالية بتبادل هذه الأوراق عن طريق الشراء والبيع، ويتمُّ عملية التبادل في بورصة الأوراق المالية Stock Exchange من خلال شركات تداول الأوراق المالية أو سماسرة الأوراق المالية.

إن أول سوق رسمية في العالم للأوراق المالية تمَ إنشاؤها في القرن السادس عشر في أوربا الغربية، بينما أول بورصة للأوراق المالية تمَ إنشاؤها في لندن في عام ١٧٧٣، وحاليـا هناك العديد من بورصات الأوراق المالية في جميع أنحـاء العالم مثل بورصة نيويـورك، وبورصـة طوكيـو، هـذا بالإضافة إلى معظم أسواق المال العالمية في أوربـا وآسـيا وأفريقيا.

ويمكن تقسـيم أسـواق الأوراق الماليـة، وذلـك بنـاء على قيامها ببيع أو إعادة بيع الأوراق المالية، إلى نوعين من الأسواق:

السوق الأولية: Primary Market

السوق الثانوية: Secondary Market

السوق الأولية:

هي عبارة عن السوق التي يتمُ فيها بيع الأوراق الماليـة عند إصدارها للاكتتاب لأول مرَة، ويتمُ من خلال هذه السوق تحقيق منفعة مباشرة للشركة المصـدرة لـلأوراق الماليـة ولزيادة رأس المال، وهناك أكثر من طريقـة لزيـادة رأس المال عن طريق السوق الأولية نذكر منها ما يلي:

١- **البيع المباشر:** حيث يقوم المستثمر بشراء الأوراق المالية مباشرة من الشـركة المصـدرة لـلأوراق المالية، والمثال على ذلك قيام الدولـة ببيـع جـزء من حصتها في شركات قطاع الأعمـال لمسـتثمر رئيســي؛ لضــمان جــودة الإدارة، وللمحافظــة على تطوير التقنية والنواحي الفنية فـي الصـناعة. وعــادة تقــوم الدولــة ببيــع حصــة تمثــل من ٣٠٪ - ٤٠٪ لمستثمر رئيسي، وقد تقوم أيضا ببيع فندق بالكامـل لمسـتثمر رئيسـي مصـري أو أجنبي، ويطلق بعض الكُتاب على هـذا النـوع من البيع الاكتتاب الخاص Private Placement

٢- **الطريقة الثانية لزيادة رأس المـال فـي السـوق الأولية من خلال المؤسسات المالية:** حيـث تقـوم بتجميع الأموال من المستثمرين في مقابـل الأوراق المالية التي تصدرها هذه المؤسسات مثل شـهادات الودائع القابلة للتـداول بالبورصـة، وتقـوم هـذه المؤسسات بإعادة استثمار الأموال بالسوق الماليـة، وهناك نوع آخر مـن المؤسسـات الماليـة وهـي

صناديق الاستثمار؛ حيث تقوم بإصدار وثائق الاستثمار الخاصة بالأوراق المالية إلى المستثمرين مباشرة.

٣- **الإصدار الأولي من خلال بنوك الاستثمار:** حيث تتولى بنوك الاستثمار شراء الأوراق المالية التي تصدرها الشركات المساهمة، وتقوم بإعادة بيعها للمستثمرين بأسعار أعلى، أو تقوم ببيعها للجمهور نيابة عن مصدرها مقابل عمولة، ويطلق على هذا النوع من البيع "الاكتتاب الأولي" Underwriting.

السوق الثانوية:

هي عبارة عن السوق الذي يتمُّ فيها بيع وشراء الأوراق المالية بين المستثمرين بعد إصدار هذه الأوراق المالية لأول مرَّة في السوق الأولية، فعلى سبيل المثال المستثمر الذي اكتتب في ٣٦ سهما في السوق الأولية عند إصدار شركة الكابلات المصرية لأسهمها لأول مرَّة، وحصل على شهادات ملكية مؤقتة عليها اسمه كمالك أول لهذه الورقة المالية يستطيع أن يقوم ببيع هذه الأسهم في السوق الثانوية.

وينتج عن بيع وشراء الأوراق المالية في السوق الثانوية زيادة لرأس المال للشركة المصدرة للأسهم أو السندات، ولا تحقق هذه الشركات أي منافع مادية من تداول هذه الأوراق المالية، ويتمُّ بيع الأسهم والسندات في بورصة الأوراق المالية Stock Exchange، ولكن على العملاء راغبي البيع أو الشراء أن يقوموا بالحصول على خدمات سماسرة الأوراق المالية Stock Brokers كوسطاء نيابة عن العملاء للتعامل في البورصة.

والسؤال الهام الذي يطرح نفسه الآن: هل يهتم المدير المالي فقط بالسوق الأولية حيث يحقق زيادة في رأس المال عن طريق طرح الأسهم للاكتتاب؟ أم عليه أيضا الاهتمام بالسوق الثانوية حيث يتمُّ تداول الأوراق المالية الخاصة بالشركة؟

على المدير المالي لأي شركة أن يدرك أن المستثمر يقوم بشراء الأوراق المالية باعتبارها أداة للحصول على السيولة، وعادة لتحقيق هدف السيولة يجب البيع داخل السوق الثانوية بسعر عادي مقبول في أي وقت، بالإضافة إلى أننا ذكرنا من قبل أن تعظيم ثروة حملة الأسهم يتحقق من خلال زيادة

القيمة السوقية لأسهم الشركة؛ وهذا يتمُّ من خـلال السـوق الثانوية.

وتنقسم الأسواق الثانوية إلى أسـواق التبـادل الرسـمية المعترف بها مثل بورصة الأوراق المالية، وكذلك الأسـواق التي لا تحتاج إلى مواقـع ماديـة للتعامـل مثـل (OTC) Over – The Counter Markets؛ حيث يـتمُّ التـداول باستخدام أجهزة الحاسبات الآلية وشبكات التليفونات، ويـتمُّ إدارة هذه الأوراق من خلال المشتركين في هـذه الشـبكات الإلكترونية.

العلاقة بين الاستثمار والعائد والخطر:

RISK, RETURN AND INVESTMENT

يلقي هذا الجزء الضوء علـى مجموعـة مـن المبـادئ الأساسية الخاصة بالاستثمار، مـع مناقشـة العلاقـة بـين المستثمر والخطر والعائد، يتركز الاهتمام بتعريف القـارئ بأنواع المستثمرين من حيث درجة تقبلهم للخطـر، وكيـف يمكن إدارة الأخطار التي يتعرَّض لها الاستثمار، وما هـي الأخطار التي يمكن التحكم فيها والأخطـار التـي يصـعب إدارتها أو تقليلها.

من الأمور الهامة توضيح أن هذا الجزء يهدف إلى تعريف القارئ بسلوك المستثمر عند اتخاذ قرار الاستثمار؛ حيث يمكن أن يكون المستثمر فردا أو مديرا ماليا أو مؤسسة مالية، وفي نفس الوقت قد يكون المستثمر شركة قطاع أعمال أو قطاع خاص أو مشروعا، وفي هذه الحالة أيضا يكون له سلوك معين عند اتخاذ قرار الاستثمار ويجب التعرُّف عليه.

وقد يوجه المستثمر أمواله إلى مشروع واحد أو فرصة استثمار واحدة، وقد يوزع أمواله على أكثر من فرصة استثمار؛ لذلك سنبين تأثير ذلك على الأخطار التي يتوَقع أن يقابلها المستثمر.

وينقسم هذا الجزء إلى:

١- العلاقة بين العائد والخطر.
٢- أنواع المستثمرين من حيث درجة تقبلهم للخطر.
٣- قسط الخطر.
٤- مبدأ تنويع الاستثمار.
٥- إدارة مخاطر الاستثمار.

العلاقة بين العائد والخطر:

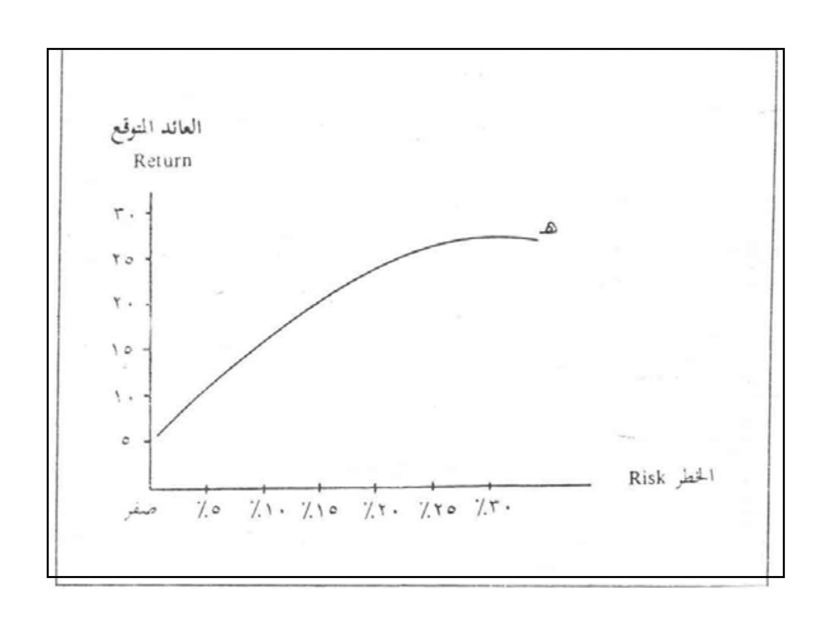
The Relationship Between Risk & Return

يعتبرُ عنصر الخطر من العناصر الهامـة التـي تـؤثر على اتخاذ قرارات الاستثمار، ويمكن تعريف الخطـر بأنـه احتمال أن لا يحقق المستثمر العائـد المتوقـع للاسـتثمار. فإذا كان معدّل التغير بين العائد المتوقـع والعائـد الحقيقـي مرتفعا ففي هذه الحالة تكون درجة الخطر مرتفعة، وإذا كان معدّل التغير صغيرا؛ ففي هذه الحالة تنخفض درجة الخطر.

وبصفة عامة، هناك علاقة طردية Positive بين العائـد على الاستثمار وبين الخطر المتوقع، فكلمـا زادت مخـاطر الاستثمار المتوقعة زاد العائد المتوقع. حيث يتحمل المستثمر أخطارا أعلى على أمل زيادة العائد المتوقع، ويمكن تمثيـل هذه العلاقة بيانيا على الشكل التالي (١/٢):

شكل رقم (٢/١)

العلاقة بين الخطر والعائد



لاحظ أنه كلما زاد الخطر المتوقع زاد العائد حتى نقطة معينة (هـ) بعد هذه النقطة فإن أي زيادة في الخطر قد تؤدي إلى توقع عائد منخفض.

يمكن أيضا تمثيل العلاقة السابقة أيضا على منحنى الاستثمار الكفء Efficient Portfolios في الشكل التالي (٢/٢) والذي يمثل جميع أنواع فرص الاستثمار الأمثل

على منحنى العائد والخطر في وقت معـين لحجـم معـين من الأموال المستثمرة.

شكل رقم(٢/٢)

منطقة محفظة الاستثمار الكفء

Efficient Portfolios Frontier

العائد المتوقع

Expected Return

هـ

ب

ع

م

Risk الخطر

فالاستثمارات التي تقع على منحنـى (أ، ب، جـ) تُعتبـرُ استثمارات ذات كفاءة Efficient؛ وذلك لأنها تعطي أعلـى معدَل عائد عند درجة خطر معينة، وأقل خطر ممكن عنـد مستوى عائد معين، ويفترض أن المستثمر الرشـيد سـوف يفضل اختيار محفظة الاستثمار داخـل منطقـة الاسـتثمار الكفء، والتي تعظم له العائد المتوقع؛ أي نقطة على المنحنى بعد النقطة (جـ) مثل (د) تمثل معدَل خطر أعلـى ومعـدَل عائد أقل؛ ومن ثَمَ بداية الاستثمارات غير الكفئة.

أنواع المستثمرين من حيـث درجـة تقـبلهم للخطر:

تتفاوت درجة إدراك المستثمر للخطر حسب درجة تقبـل كل واحد لنوع الخطر المتوقع، وكذلك عائد الاستثمار.

فعلى سبيل المثال إذا سألنا عينة تتكوَن من خمسة أفـراد عن كيفية استثمار مبلغ قدره ١٠,٠٠٠ جنيه مصري فإننـا قد نحصل على الإجابات التالية:

١- إيداع المبلغ في حساب ادخار بأحد البنوك بمتوسـط عائد قدره ١١٪ سنويا.

٢- إيداع المبلغ في إحدى شركات توظيـف الأمـوال مع توقع الحصول على معـدَل عائـد قـدره ٢٠٪ في المتوسط سنويا.

٣- شراء أسهم وسندات لتحقيق عائد في المتوسط ١٥٪ سنويا.

٤- استثمار المبلغ في مشروع تجاري بعائد قدره ٦٠٪ سنويا.

٥- بيع وشراء الذهب مع توقع عائد سنوي قدره ٧٠٪.

وهكذا تتفاوت إجابات العينة حيث يفضل البعض استثمارا من غير خطر مثل حسابات الادخـار بالبنـك ذات العائـد المنخفض ودرجة الخطر تساوي صفرا تقريبـا، والـبعض الآخر يفضل عائدا مرتفعا جدا مثل الإتجـار فـي الـذهب مع التعرُض لدرجة خطر مرتفعة.

بناء على المثال السابق يمكن تقسيم المستثمرين من حيث درجة إدراكهم للخطر إلى:

١- مستثمر يكره الخطر: Risk Averse Investor

يفضل هذا المستثمر دائما أن يوجه أمواله إلى استثمارات أقل خطورة وذات عائـد مـنخفض، ومثـل هـذا النـوع

من المستثمرين يتوجه إلى البنك للحصول على وديعة أو فتح حساب ادخار بمعدّل فائدة ثابت حاليا حوالي ١١٪ سنويا.

٢- مستثمر محايد للخطر:

Risk Neutral Investor

يرغب هذا المستثمر في تحمل درجة خطر معقولة مقابل معدّل عائد محدود.

٣- مستثمر محب للخطر:

Risk Lover Investor

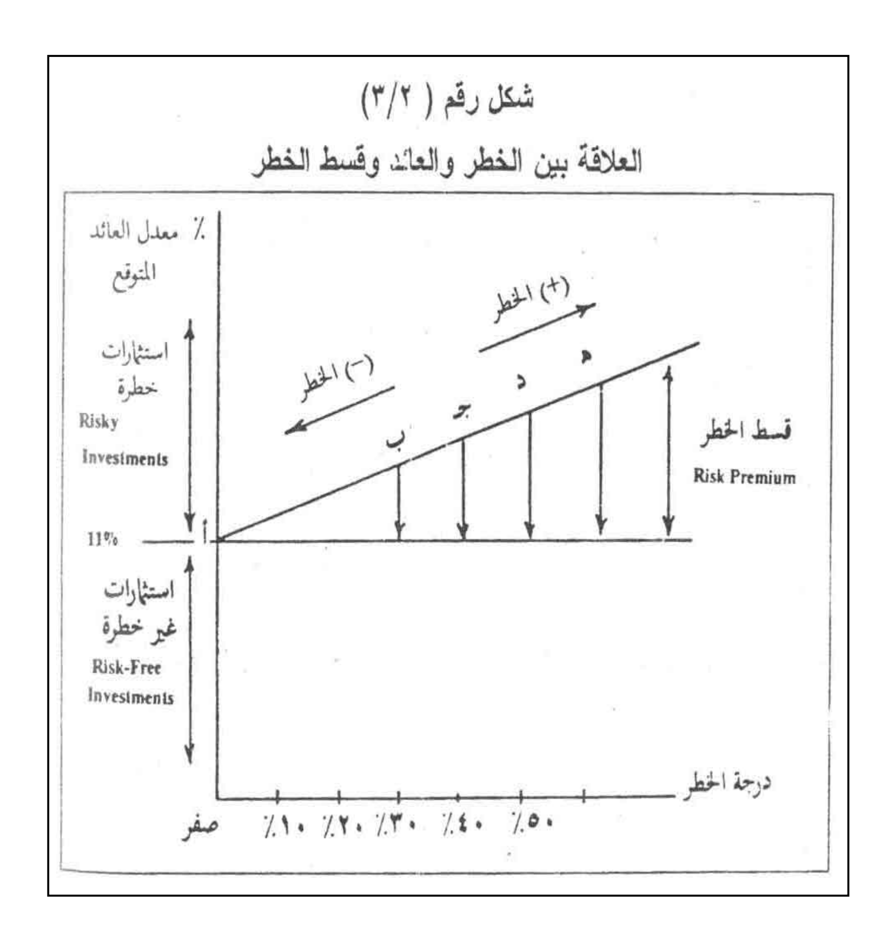
هذا النوع من المستثمرين يحبُ فـرص الاسـتثمار ذات العائد المرتفع؛ ولذلك فهو يحتمل درجـات خطـر مرتفعـة أيضا.

قسط الخطر: Risk Premium

أوضـحنا مـن قبـل أن هنـاك اسـتثمارات خطـرة Risky Investments، وهناك استثمارات غيـر خطـرة Risk – Free Investments أو تقل درجة الخطر فيها.

وبناء على ذلـك سـنفترض أن العائـد الـذي يحصـل عليه المستثمر من البنك مقابل مدخراته السنوية (١١٪) هـو

الاستثمار غير الخطر؛ ومن ثَمّ فإن منحنى العائد والخطـر يبدأ من عند درجة خطر تساوي صفرا، ومعدل عائد يساوي ١١٪ وعند النقطة (أ) كما هو موضح بالشكل التالي (٣/٢):



لاحظ أن هناك عـدّة فـرص للاسـتثمار علـى المنحنـى (ب، جـ، د، هـ) وكلما صعدنا لأعلى زادت درجة الخطر وزاد معدّل الفائدة.

ويقابل كل نوع من فرص الاستثمار درجة خطر معينـة تتمثل في احتمال انخفاض العائد الحقيقي عن العائد المتوقع.

ويمكن قياس درجة الخطر عن طريـق قسـط الخطـر Risk Premium الذي يعبر عن الفرق بين العائد المتوقـع لنوع الاستثمار الذي اختاره المستثمر (على سبيل المثال عند النقطة د) على منحنى الشكل رقم (٣/٢) وبين العائد الخاص بالاستثمارات غير الخطرة وهو في مثالنا السـابق يسـاوي ١١٪.

فعلى سبيل المثال إذا كان العائد المتوقع عند النقطـة (د) يساوي ٢٠٪، ومعدّل الاستثمارات غير الخطرة عند درجـة خطر يساوي صفرا = ١١٪.

قسط الخطر = ٢٠٪ - ١١٪ = ٩٪.

٤- مبدأ تنويع الاستثمارات

Diversification Principle

يتجه المستثمر الراشد دائما إلى تنويع وتخصيص أمواله في أكثر من وعاء استثماري؛ وذلك بدلاً من "وضع البيض كله في سله واحدة"، وبالطبع يفضل المستثمر ذلك بغرض توزيع مخاطر الاستثمار، وتقليل الخسارة المتوقعة، وتعظيم العائد النهائي لأوعية الاستثمار المختلفة.

إذا قام المستثمر باستثمار كل أمواله في مشروع واحد وحدث فشل للمشروع؛ ففي هذه الحالة يخسر كل أمواله، وترتفع درجة الخطر.

ولكن احتمالات الخسارة، ودرجة الخطر تقل إذا قام المستثمر باستثمار أمواله في أكثر من مشروع.

٥- إدارة مخاطر الاستثمار

Risk Management

يمكن تقسيم الأخطار التي يتعرَض لها المستثمر من حيث قدرته على إدارتها أو تخفيضها إلى الخطر يمكن إدارتها وتقليلها وأخطار يصعب التحكم فيها:

أ- الأخطار التي يمكن إدارتها أو تقليلها:

يمكن للمستثمر أن يتدخل في إدارة وتقليل الأخطار الخاصة بمحفظة الاستثمار Portfolio Investment، وذلك لنوع من الأخطار، ويطلق عليها الأخطار غير المنتظمة Unsystematic Risks أو الأخطار الفريدة Unique Risks هذه الأخطار تتعلق ببعض العوامل التي تحيط بنوع الاستثمار أو المشروع مثل:

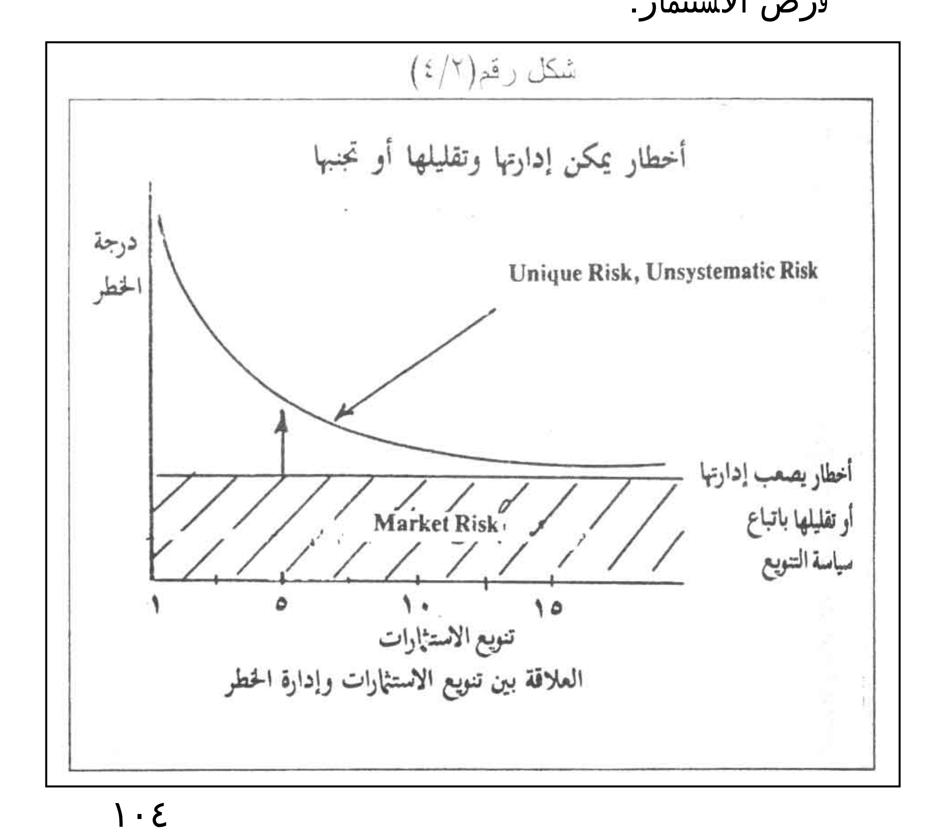
- خطر انخفاض مهارة الإدارة العليا والعاملين.
- صعوبة تسويق منتجات المشروع.
- تأثير المنافسة على المشروع.
- عدم استخدام سياسات ترويج ناجحة.
- إنشاء منافذ توزيع من غير دراسة.

كل العناصر السابقة أو هذه الأخطار يمكن لمدير المشروع أن يتحكم فيها أو أن يقللها؛ وذلك عن طريق حسن اختيار الإدارة العليا والعاملين بالمشروع، تطوير سياسات الترويج والتسويق، دراسة سياسات المنافسين وإنشاء منافذ توزيع بناء على دراسة احتياجات المستهلك؛ أي إنه إذا حدث أي انخفاض في الإيرادات نتيجة لأحد العوامل السابقة يمكن

التدخل وإيجاد حلول لمنع تأثير هذه العوامل ولتقليل المخاطر التي يمكن أن يتعرَض لها الاستثمار، وتؤدي سياسة التنويـع إلى تقليل هذه المخاطر أو قد تـؤدي إلـى إلغـاء تأثيرهـا على المشروع.

يمثل المنحنى التالي (٤/٢) العلاقة بين درجـة الخطـر وقدرة المستثمر على إدارة هذه الأخطار، وبين سياسة تنويع فرص الاستثمار.

شكل رقم(٤/٢)



العلاقة بين تنويع الاستثمارات وإدارة الخطر

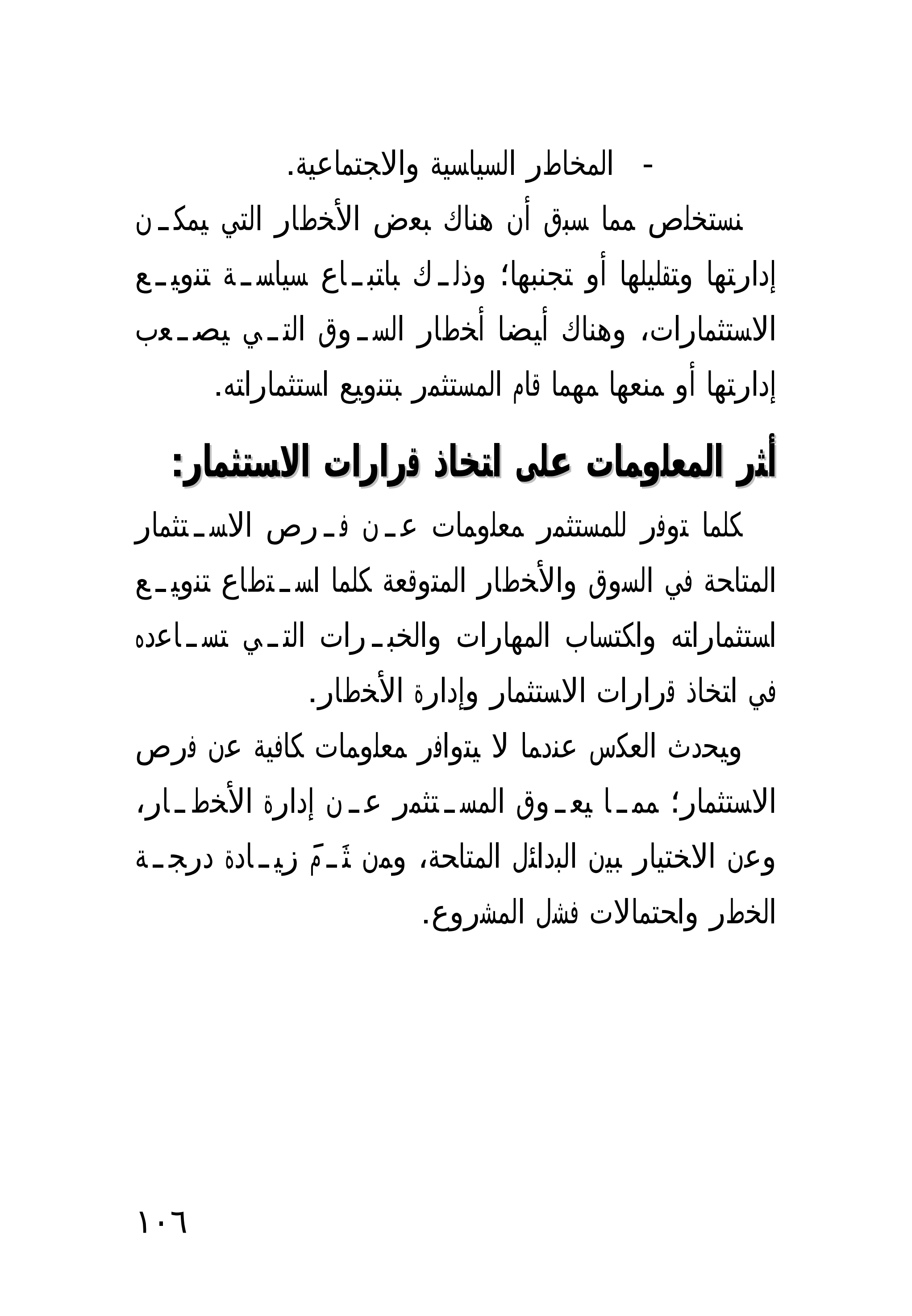
ب- أخطار السوق: Market Risk

النوع الآخر من الأخطار التـي لا يسـتطيع المسـتثمر أن يـديرها أو أن يتجنبهـا مهمـا زادت درجـة تنويـع الاستثمارات، ويعـرَفُ هـذا الخطـر (بأخطـار السـوق) أو الأخطار المنتظمة.

يلاحظُ من الشكل السـابق أن المسـتثمر يسـتطيع إدارة الأخطار الفريدة Unique Risks حتى يصل إلـى نقطـة معينة على المنحنى؛ عندها لا يسـتطيع المسـتثمر تنويـع الاستثمارات وزيادة عددها، ويدخل فـي منطقـة أو نطـاق أخطار السوق، والتي يصعب إدارتها أو منعها مهمـا قـام المستثمر باتباع سياسة تنويع الاستثمارات.

وتعكس أخطار السوق العوامل التي تؤثر في الاستثمارات وتدخل في نطاق خارج عن إدارة المشـروع أو المسـتثمر. ولكنها أخطار خاصة بالتغيرات الاقتصادية وتـأثير السـوق على الاستثمار؛ وأهم أنواع هذه الأخطار:

- خطر تغيير أسعار الفائدة.
- خطر تغيير معدَلات أسعار الصرف.
- الازدهار والكساد الاقتصادي.



- المخاطر السياسية والاجتماعية.

نستخلص مما سبق أن هناك بعض الأخطار التي يمكـن إدارتها وتقليلها أو تجنبها؛ وذلـك باتبـاع سياسـة تنويـع الاستثمارات، وهناك أيضا أخطار السـوق التـي يصـعب إدارتها أو منعها مهما قام المستثمر بتنويع استثماراته.

أثر المعلومات على اتخاذ قرارات الاستثمار:

كلما توفر للمستثمر معلومات عـن فـرص الاسـتثمار المتاحة في السوق والأخطار المتوقعة كلما اسـتطاع تنويـع استثماراته واكتساب المهارات والخبـرات التـي تسـاعده في اتخاذ قرارات الاستثمار وإدارة الأخطار.

ويحدث العكس عندما لا يتوافر معلومات كافية عن فرص الاستثمار؛ ممـا يعـوق المسـتثمر عـن إدارة الأخطـار، وعن الاختيار بين البدائل المتاحة، ومن ثَـمّ زيـادة درجـة الخطر واحتمالات فشل المشروع.

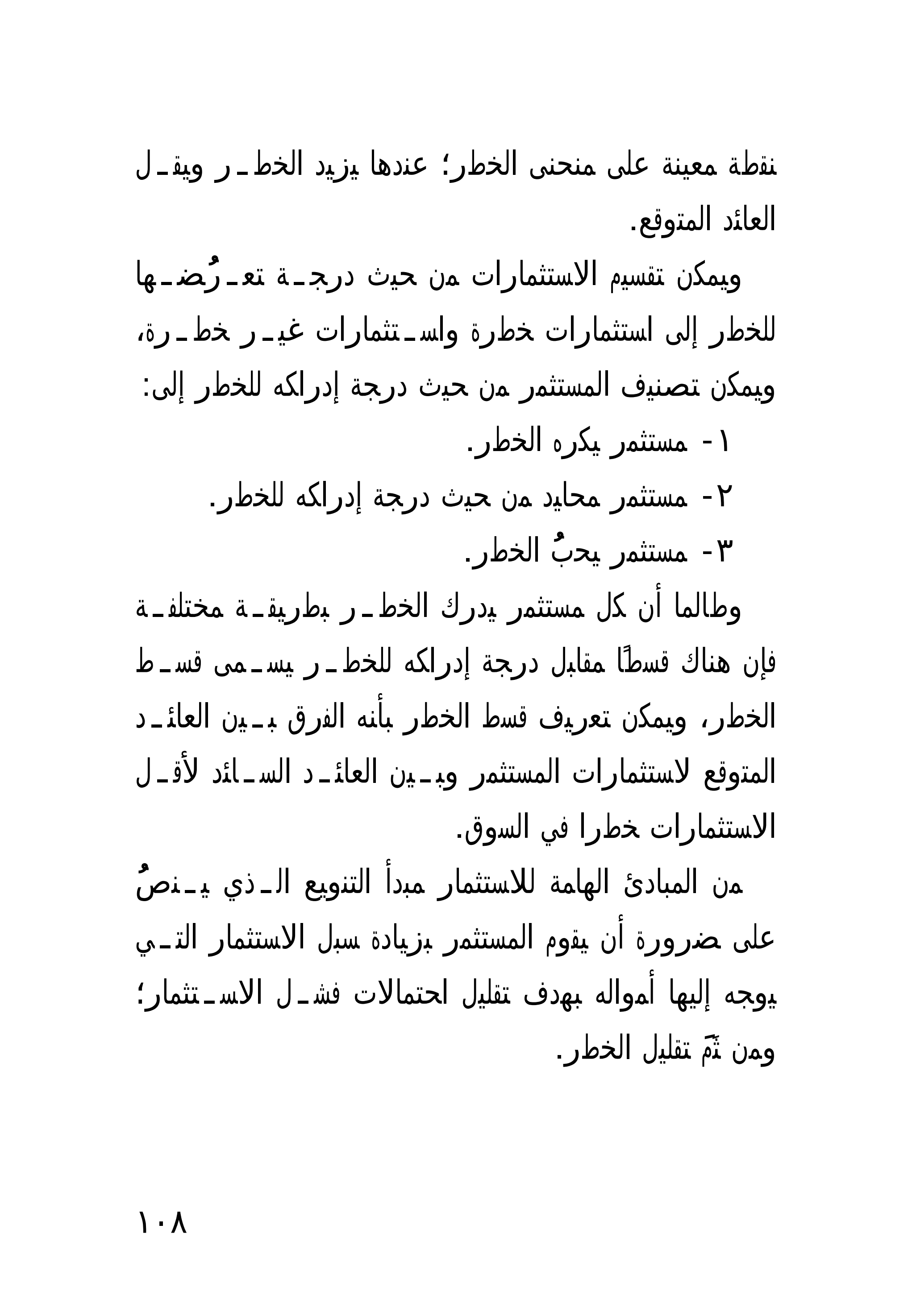
ملخص الفصل

تناول هذا الفصل بالشرح أهـم أنـواع الأوراق الماليـة والتجارية التي يتمُ تداولها في سوق النقد وسوق رأس المال، تمَ التركيز على الشرح التفصـيلي لأهـم أنـواع الأسـهم والسندات التي يتمُ بيعها وشـراؤها فـي بورصـة الأوراق المالية.

وضح الفصل تعريف أهم الأدوات الحديثة التي تسـتخدم لإدارة مخاطر الاستثمار في الأسهم والسندات مثل المشتقات (الخيارات/ العقود المسـتقبلية الأوراق الماليـة المضـمونة بالأصول).

تنقسم أسواق الأوراق المالية إلى السوق الأولية والسـوق الثانوية التي يتمُ فيها بيع وشراء الأوراق الماليـة، السـابق إصدارها في السوق الأولية، في بورصة الأوراق المالية.

ناقش هذا الفصل أهم المفاهيم والمبادئ الأساسية الخاصة بالاستثمار والعلاقة بين العائد والخطر والمسـتثمر، اتضـح من العرض أن هناك علاقة طردية بين الخطر وبين العائـد على الاستثمار؛ فكلما زاد العائد على الاستثمار كلمـا زادت درجة الخطر والعكس صحيح، ويمكن تطبيق هذا المبدأ حتى


نقطة معينة على منحنى الخطر؛ عندها يزيد الخطر ويقل العائد المتوقع.

ويمكن تقسيم الاستثمارات من حيث درجة تعرُّضها للخطر إلى استثمارات خطرة واستثمارات غير خطرة، ويمكن تصنيف المستثمر من حيث درجة إدراكه للخطر إلى:

١- مستثمر يكره الخطر.

٢- مستثمر محايد من حيث درجة إدراكه للخطر.

٣- مستثمر يحبُّ الخطر.

وطالما أن كل مستثمر يدرك الخطر بطريقة مختلفة فإن هناك قسطًا مقابل درجة إدراكه للخطر يسمى قسط الخطر، ويمكن تعريف قسط الخطر بأنه الفرق بين العائد المتوقع لاستثمارات المستثمر وبين العائد السائد لأقل الاستثمارات خطرا في السوق.

من المبادئ الهامة للاستثمار مبدأ التنويع الذي ينصُّ على ضرورة أن يقوم المستثمر بزيادة سبل الاستثمار التي يوجه إليها أمواله بهدف تقليل احتمالات فشل الاستثمار؛ ومن ثَمّ تقليل الخطر.

ويمكن للمستثمر استخدام سياسة التنويـع لإدارة وتقليـل أو إلغاء الأخطار غير المنتظمة أو الفريـدة، بينمـا هنـاك مجموعة أخرى من الأخطار التي لا يمكن إدارتها أو التحكم فيها؛ ويطلَقُ عليها أخطار السوق، ولا يسـتطيع المسـتثمر أن يتجنبها حتى لو اتبع سياسة التنويع.

إن توافر المعلومات عـن فـرص الاسـتثمار المتاحـة في السوق يساعد المستثمر علـى اختيـار واتخـاذ قـرار الاستثمار الأفضل، ويساعد أيضا على تنفيذ سياسة التنويـع بالشكل الذي يعظم العائد، وتساعد المعلومات أيضا في إدارة الأخطار التي يمكن التحكم فيها أو على الأقل توقع الأخطار الأخرى الخاصة بالسوق.

ملحق الفصل الثاني

وزارة المالية

سندات الخزانة المصرية ٢٠٠٣

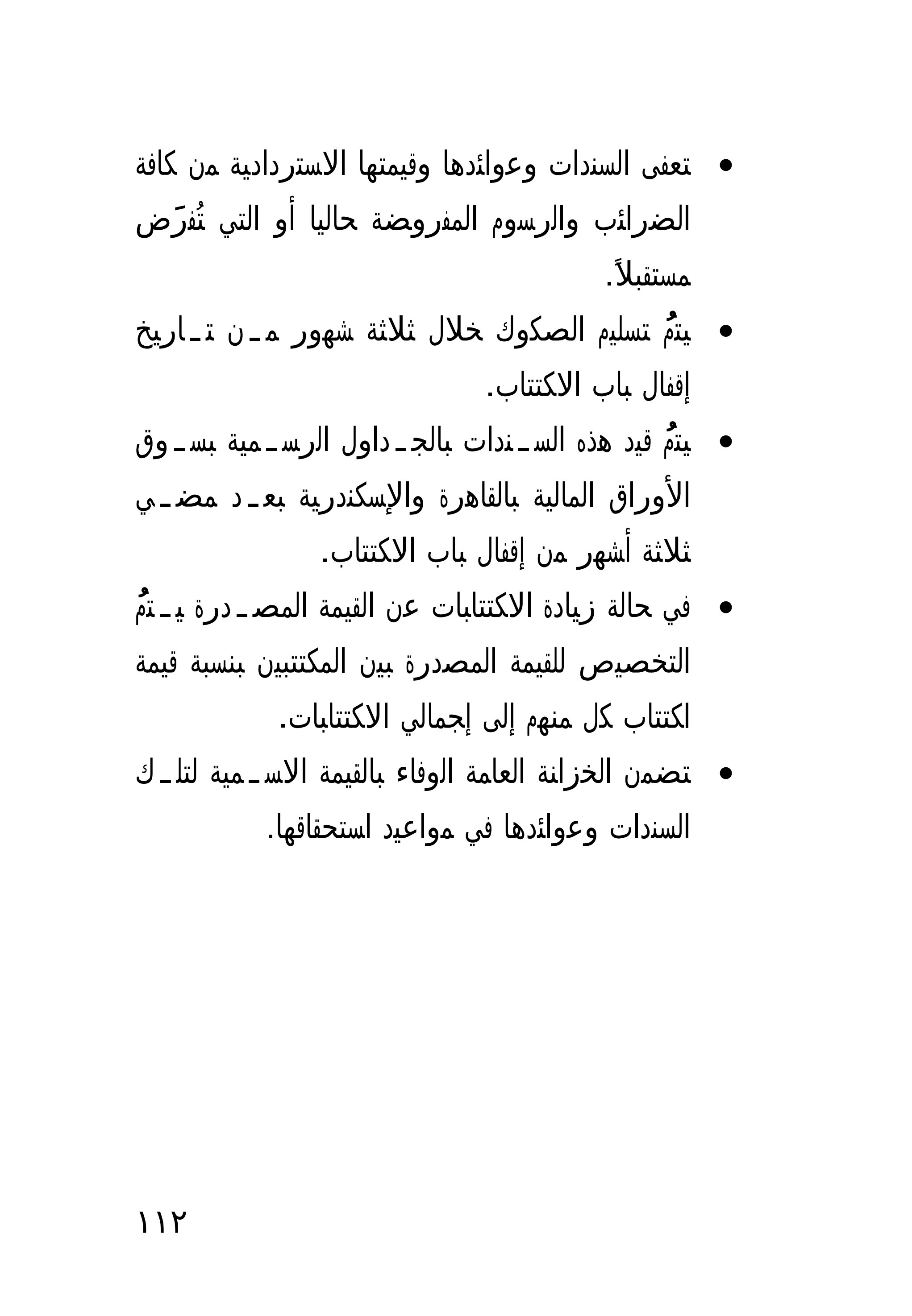
تعلن:

وزارة المالية عن فتح باب الاكتتاب فيما قيمته الاسمية ٤ مليارات جنيه مصري من سندات الخزانة المصرية ٢٠٠٣ خلال الفترة من ٨ سبتمبر ٩٦ حتى ٣٠ سبتمبر ١٩٩٦.

بالنسبة للاكتتابات في محافظتي القاهرة والإسكندرية. ويقفل باب الاكتتاب بالنسبة لفروع البنوك في المحافظات الأخرى في نهاية عمل يوم ٢٦ سبتمبر ١٩٩٦.

- يتمُّ الاكتتاب عن طريق البنك المركزي المصري بالقاهرة والإسكندرية وبورسعيد وبنوك القطاع العام التجارية وفروعها (البنك الأهلي المصري، بنك مصر، بنك القاهرة، بنك الإسكندرية).
- يفتح باب الاكتتاب في هذه السندات للأشخاص الطبيعيين والمعنويين وبدون حد أقصى.

- تصدر السندات اسمية.
- مدّة السندات ٧ سنوات.
- تصدر السندات بالفئات التالية: ١٠٠٠/ ٥٠٠٠/ ١٠٠٠٠/ ٥٠٠٠٠/ ١٠٠٠٠٠/ ١٠٠٠٠٠٠ جنيه مصري.
- يستحق على السندات عائد ثابت بمعدل ١٠٪ سنويا.
- يصرف العائد كل ٦ أشهر في أول إبريل، وأول أكتوبر من كل عام، وذلك اعتبارا من أول إبريل ١٩٩٧.
- يتمُّ استهلاك السندات بالكامل في تاريخ استحقاقها بقيمتها الاسمية.
- يجوز بقرار من وزير المالية استهلاك هذه السندات كليا أو جزئيا بدءا من السنة الخامسة من تاريخ إصدارها؛ وفي هذه الحالة يتمُّ الاستهلاك بطريقة الاقتراع السري في جلسة علنية، وذلك دون استحقاق أي عائد أو مقابل لتعجيل السداد.



- تعفى السندات وعوائدها وقيمتها الاستردادية من كافة الضرائب والرسوم المفروضة حاليا أو التي تُفرَض مستقبلاً.
- يتمُ تسليم الصكوك خلال ثلاثة شهور مـن تـاريخ إقفال باب الاكتتاب.
- يتمُ قيد هذه السـندات بالجـداول الرسـمية بسـوق الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية بعـد مضـي ثلاثة أشهر من إقفال باب الاكتتاب.
- في حالة زيادة الاكتتابات عن القيمة المصـدرة يـتمُ التخصيص للقيمة المصدرة بين المكتتبين بنسبة قيمة اكتتاب كل منهم إلى إجمالي الاكتتابات.
- تضمن الخزانة العامة الوفاء بالقيمة الاسـمية لتلـك السندات وعوائدها في مواعيد استحقاقها.

الفصل الثالث

القوائم المالية للشركات

الجمعية العمومية للمساهمين
"بنك قناة السويس"

قام مجلس إدارة بنك قنـاة السـويس بإرسـال مـذكرة معلومات، وكذلك دعوة لحضور اجتماع الجمعية العموميـة للمساهمين للنظر في جدول الأعمال المحدد مسبقًا، ومن أهم بنود جدول أعمال الجمعية العمومية لمساهمي البنك البنـود التالية:

١- تقرير مراقب حسابات البنك عن السنة المالية.
٢- تقرير مجلس الإدارة عن نشاط البنـك، والمركـز المالي في نهاية السنة المالية.
٣- التصديق على ميزانية البنـك، وحسـاب الأربـاح والخسائر عن السنة المالية، بالإضافة إلى التصديق على باقي القوائم المالية الأخرى.
٤- تحديد حصص الأرباح التي ستوزَع على المساهمين والعاملين في البنك عن السنة المالية الحالية.

ويحتوي تقرير مجلـس الإدارة علـى بيـان تفصـيلي عن الإنجاز المالي للبنك خلال الفترة، بينما يحتوي تقريـر مراقب الحسابات على تقرير تفصيلي لأهم القـوائم الماليـة

التي تهمُ المساهمين خاصة حسـاب الميزانيـة العموميـة، وحساب الأرباح والخسائر، وحساب توزيع الأرباح، وقائمة الدخل، بالإضافة إلى القوائم المالية التقديريـة التـي تفيـد في التنبؤ بالسلوك المالي للبنك عن الفترة المالية القادمة.

وسنقوم على الصفحات القادمة بتقديم هيكل القوائم المالية للشركات المساهمة كتمهيد للقارئ المسـتثمر فـي الأوراق المالية؛ حتى يستفيد منها قبل تقديم الفصل الخاص بالتحليـل المالي للقوائم المالية.

مقدِّمة

يهدف هذا الفصل إلى إلقاء ضوء مبسط على أهم مصادر الحصول على الأموال، وكذلك استخدامات الأموال في الشركات المساهمة من خلال القوائم المالية لهذه الشركات، سنتولى بالشرح القوائم المالية الهامة، وسنراجع أهم المبادئ المحاسبية التي تستخدم في إعداد التقارير المالية للشركات، مع شرح لأهم العلاقات الجوهرية بين البيانات المحاسبية من وجهة نظر المدير المالي، وأخيرا سنوضح الاستخدام الصحيح للمعلومات المحاسبية ومفهوم التدفق النقدي الحر Free Cash Flow Concept.

القوائم المالية الأساسية:

Basic Financial Statements

إن القوائم المالية عبارة عن ملخص للأنشطة والعمليات الإنتاجية والتمويلية والاستثمارية بالشركة؛ لذلك تتطلب الهيئات الرقابية حدا أدنى من المعلومات يجب توافره في هذه القوائم المالية حتى تكون مفيدة للمساهم (المستثمر) والمحلل المالي والدائنين عند اتخاذ قرارات الائتمان والاستثمار وأي قرارات أخرى خاصة بمشروعات الأعمال.

والاستفادة الحقيقية من هذه القوائم المالية في أنها تساعد في عملية التنسيق والمقارنة والتقييم؛ وذلك لقيمة وتوقيت ودرجة الخطر المرتبطة بالتدفقات النقدية (الداخلة والخارجة من الشركة) وبالنسبة للشركات المساهمة التي تَمَّ تداول أسهمها للجمهور يجب أن يتَمَّ مراجعة القوائم المالية لها بواسطة مراجع الحسابات الخارجي (أي الذي لا يعمل داخل الشركة) وهذه إحدى المتطلبات الأساسية للقانون.

ويقوم مراجع الحسابات الخارجي بفحص القوائم المالية والمعلومات التي تَمَّ استخدامها لإعداد مثل هذه القوائم، ويجب أن يكتب تقرير للجمعية العمومية للمساهمين؛ ليؤكد على أن هذه القوائم قد تَمَّ إعدادها طبقًا للقواعد والأعراف المحاسبية الدولية والمحلية المعمول بها داخل الدولة.

ويتمُّ عادة نشر القوائم المالية وتقرير مراقب الحسابات في كتيب للمناقشة في اجتماعات الجمعية العمومية تمهيدا لنشره بعد الموافقة عليه في التقرير السنوي للشركة، بالإضافة إلى تقرير مجلس الإدارة، وشرح لتطوير إنجاز الشركة خلال عدَّة أعوام، وأهم الإنجازات في العام المالي الحالي.

الميزانية العمومية:

The Balance Sheet

تقدم الميزانية العمومية ملخصا لأهـم بنـود الأصـول، والخصوم، وحق الملكية، ورأس المـال لأحـد الشـركات في يوم معين من الزمن، عادة فـي نهايـة السـنة الماليـة للشركة.

وتعبر الأصول عن أهم استخدامات الأمـوال والمـوارد التي تمتلكها الشركة في تاريخ معين، وتعتمد معظم الشركات على الأصول؛ وذلك لتوليـد الإيـرادات الداخلـة للشـركة في المستقبل، فشركة الكوكاكولا على سبيل المثـال تمتلـك أصولاً ثابتة في صورة مصانع ومعدات وخطوط إنتاج تعتمد عليها بالدرجة الأولى فـي إنتـاج مـزيج مـن المنتجـات (سبرايت/ فانتا/ كوكا كولا/ فانتا تفاح)، وذلك لتحقيق إجمالي الإيرادات للشركة بحيث تساعد على زيادة التدفقات النقديـة المستقبلية؛ وبالتالي زيادة الربحية.

أما عن الخصوم Liabilities فهي عبارة عن مصـادر الحصول علـى الأمـوال Sources of funds بالإضـافة إلى حقوق حملة الأسهم أو بنود حقـوق الملكيـة، وبـالطبع

فإن حق الملكية يعبر عن بنود الخصوم التي تخص حملة الأسهم فقط وليس للدائنين حق فيها.

وعادة تستخدم المعادلة التالية للتعبير عن حق الملكية:

حق الملكية = إجمالي الأصول – إجمالي الخصوم (حقوق الدائنين)

ويفضل بعض الممارسين أن يطلق لفظ الخصوم فقط على التزامات الشركة قِبل الدائنين في صورة تدفقات خارجية، ومثال على ذلك عندما تقوم شركة بإصدار سندات (دين على الشركة) وهي التزام على الشركة، وعليها أن تقوم بسداد الفوائد الدورية المستحقة، بالإضافة إلى قيمة هذه السندات في مواعيد الاستحقاق أو الاستهلاك.

أهم أنواع البنود الرئيسية للأصول:

تتكوَن أصول أي شركة من أربع مجموعات رئيسية:

١- الأصول الجارية.

٢- الأصول الثابتة.

٣- الاستثمارات.

٤- الأصول غير المادية.

ويبين الجدول التالي الميزانية العمومية لأحـد الشـركات الصناعية عن العام المالي المنتهي في ١٩٩٦/٦/٣٠.

جدول رقم (١/٣)

الميزانية العمومية لشركة باهر للصناعات الخفيفة عن العام المالي المنتهي في ١٩٩٦/٦/٣٠

بنود الميزانية	القيمة بالألف جنيه	
	٩٥/٦/٣٠	٩٦/٦/٣٠
الأصول ١- الأصول المتداولة		
النقدية	٢٨٠٠	٣٣٦٠
الأوراق المالية القابلة للتداول	٦٠٠	٧٢٠
أوراق القبض	٢٠٠٠٠	٢٤٠٠٠
المخزون	٢٤٠٠٠	٢٨٨٠٠
إجمالي الأصول المتداولة	٤٧٤٠٠	٥٦٨٨٠
٢- الأصول الثابتة		
الأرض	٤٠٠٠	٥٣٢٠
المصنع والمعدات	٢٤٦٠٠	٢٩٥٢٠
ناقص: مخصصات الإهلاك	(١٤٦٠٠)	(١٧٥٢٠)

بنود الميزانية	القيمة بالألف جنيه	
	٩٥/٦/٣٠	٩٦/٦/٣٠
صافي المصنع والمعدات	١٠٠٠٠	١٢٠٠٠
إجمالي الأصول الثابتة	١٤٠٠٠	١٧٣٢٠
٣- الأصول غير الماديـة (غيـر الملموسة)		
شهرة المصنع	١٦٠٠	١٤٠٠
إجمالي الأصول	٦٣٠٠٠	٧٥٦٠٠
الخصوم وحق الملكية		
١- الخصوم المتداولة:		
أوراق الدفع	٦٠٠٠	٧٢٠٠
بنك سحب على المكشوف	٦٨٠٠	٨١٦٠
خصوم متداولة أخرى	٧٢٠٠	٨٦٤٠
١- إجمالي الخصوم المتداولة	٢٠٠٠٠	٢٤٠٠٠
٢- الخصوم طويلة الأجل		
سندات	١٥٦٠٠	١٨٧٢٠
قرض طويل الأجل	٥٨٠٠	٦٩٦٠
٢- إجمالي الخصوم طويلة الأجل	٢١٤٠٠	٢٥٦٨٠

بنود الميزانية	القيمة بالألف جنيه	
	٩٥/٦/٣٠	٩٦/٦/٣٠
٣- حقوق حملة الأسهم:		
الأسهم العادية (القيمة الاسمية للسهم ٢ جنيه)	٤٢٠٠	٥٠٤٠
الأرباح المحتجزة	١٧٤٠٠	٢٠٨٨٠
٣- إجمالي حقوق الملكية	٢١٦٠٠	٢٥٩٢٠
إجمالي الخصوم وحقوق الملاك	٦٣٠٠٠	٧٥٦٠٠

وفيما يلي شرح وتعريف مبسط ومختصر لأهم البنود الرئيسية للأصول والخصوم بالميزانية العمومية للشركة.

ب- الأصول المتداولة Current Assets:

تمثل بنود الأصول المتداولة جانب السيولة في الشركة؛ نظرا لأنها تحتوي على بعض الأصول التي يمكن تحويلها إلى سيولة نقدية خلال دورة إنتاجية واحدة أو خلال فترة قصيرة، وبصفة عامة يمكن أن نصف طبيعة الاستثمار في الأصول المتداولة على أنها ذات آجال أقل من سنة؛ وبالتالي يمكن تحويلها إلى نقدية في فترة أقل من سنة، وفيما يلي أهم أنواع الأصول المتداولة.

١- أوراق القبض: Accounts Receivable

تنتج أوراق القبض (الكمبيالة أو السند الإذني) كنتيجة لقيام عملاء الشركات بشراء البضاعة بالآجل، وحق السداد حسب آجال أوراق القبض، وتلجأ معظم الشركات الآن نتيجة للمنافسة الشديدة بالسوق ولتشجيع المشتري الصناعي على الشراء تملك السلع والخدمات والسداد فيما بعد، وعلى سبيل المثال يمكنك الحصول على إجازة صيفية رائعة لمدّة أسبوع مع الإقامة في تركيا بمبلغ ٢٥٠٠ جنيه تقوم فقط بسداد مبلغ ٥٠٠ جنيه والباقي بالتقسيط أو بشيكات مؤجلة السداد وفاء لقيمة الخدمة، وتعتبر أوراق القبض من الأصول السائلة؛ حيث يفترض تحصيل قيمتها في فترات متغيرة الآجل فضلاً عن إمكانية التخلص من أوراق القبض عن طريق الخصم أو البيع مقابل الحصول على قيمة أقل إذا رغبت الشركة.

٢- النقدية Cash

تعبر النقدية عن النقود السائلة سواء من العملات النقدية أو الورقية، بالإضافة إلى حسابات البنوك والشيكات والحوالات تحت التحصيل.

٣- الأوراق المالية القابلة للتداول

Marketable Securities

عبارة الأوراق المالية مثـل الأسـهم العاديـة والأسـهم الممتازة والسندات التي يمكن تحويلها بسهولة إلى نقديـة إذا احتاجتها الشركة، ويحتفظ المدير المالي الذكي بنسبة معينـة من هذه الأوراق المالية للوفاء بالاحتياجات السريعة، وهناك فرصة دائما للاستفادة من النقد السائل فـي شـراء الأوراق المالية بصفة مؤقتة حتى يحين وقت الاحتيـاج إلـى هـذه الأموال فتُحوَل إلى أصول سائلة.

٤- المخزون Inventories

يتضمن بند المخـزون قيمـة الخامـات التـي تعتمـد عليها الشركة في إنتاج البضاعة التامـة الصـنع بالإضـافة إلى إنتاج تام تحت التشغيل وكذلك مخزون الإنتاج التام الذي لم يتم الاتفاق على بيعه بعد.

الأصول الثابتة: Fixed Assets

عبارة عن الأصـول الماديـة مثـل الآلات، المعـدات، السيارات، الأثاث، الأراضـي، المبـاني، والتـي تسـتخدم في العملية التشغيلية للشركة، وعادة يمكن تسجيل استثمارات

الشركات في الأصول الثابتة بالقيمة الدفترية للأصول، أو القيمة الإجمالية ومجمع استهلاك الأصول الثابتة، ثم صافي قيمة الأصول الثابتة بعد خصم الإهلاك من القيمة الدفترية للأصول.

الأصول غير الملموسة Intangible Assets

تمثل الأصول غير الملموسة بالقيمة الحالية أصولاً غير مادية، والتي تُعتبرُ استثمارا طويل الأجل للشركة، ومن أمثلة الأصول غير الملموسة براءة الاختراع، حقوق التأليف، وشهرة الشركة، ويتمُ استهلاك الأصول غير الملموسة خلال فترة حياة المشروع.

ب- الخصوم: Liabilities

الخصوم هي عبارة عن التزامات على الشركة قِبل الدائنين، وتنقسم إلى الخصوم المتداولة، والخصوم متوسطة وطويلة الأجل.

الخصوم المتداولة: Current Liabilities

عبارة عن التزامات قصيرة الأجل يجب سدادها خلال دورة إنتاجية واحدة أو أقل من سنة، وتتضمن الخصوم المتداولة البنود التالية:

١- أوراق الدفع Accounts Payable

تنشأ أوراق الدفع نتيجة قيام الشركات بالشراء الآجل من الموردين والدائنين مقابل أوراق تجارية سواء شيكات مؤجلة السداد أو كمبيالات أو سندات إذنية، وهذه الأوراق التجارية قابلة للتداول والخصم طرف البنوك، ويمكن تحويلها إلى نقدية مقابل خصم جزء من القيمة الأصلية.

٢- قروض قصيرة الأجل من البنوك:

تعتمد بعض الشركات في مقابلة الالتزامات النقدية الطارئة، ولحل مشكلة عدم توافر السيولة على الاقتراض قصير الأجل من البنوك، أو بالأدق تقوم بالسحب من الحساب الجاري على المكشوف (أي بدون رصيد) حيث يتمُ الترتيب مع البنوك على الحد الأقصى لمقدار السحب المسموح به، ويعتمد عدد كبير من الشركات المصرية

على هذه الأسلوب في تمويل وسـد العجـز فـي السـيولة في الأجل القصير؛ وهذا يعكس سوء إدارة المـدير المـالي للتدفقات النقدية، يجب على المدير المالي إدارة مصـروفات وإيرادات الشركة بالشكل الذي يوفر فائضا لسداد الالتزامات الطارئة.

الخصوم طويلة الأجل Long Term Liabilities

عبارة عن التزامـات أو ديـون طويلـة الأجـل يجـب أن تسددها الشركة للدائنين ولكن خلال فترة أكبر من سـنة، ومن أهم أنواع الخصوم طويلة الأجـل، القـروض طويلـة الأجل من البنـوك، السـندات، والالتزامـات التـي تنشـأ عـن التـأجير الرأسـمالي للأصـول Capital Lease Obligations.

ومن بنود الخصوم الهامة أيضا- والتي ترتبط بالخصـوم طويلة الأجل- بند مخصصات الضرائب المسـتحقة السـداد إلى مصلحة الضرائب وفـاء لضـريبة الأربـاح التجاريـة والصناعية والتي لم تستحق بعد.

حقوق المساهمين: Shareholders Equity

تمثل حقوق الملكية ما يمتلكه المساهمون من أصول مالية داخل الشركة سواء مباشرة عن طريق سداد قيمة الأسهم نقدا، بالإضافة إلى الأموال التي يتمُّ استقطاعها من الأرباح سنويا سواء في صورة احتياطات أو أرباح تمَّ احتجازها داخل الشركة لإعادة الاستثمار.

وبالنسبة للشركات المساهمة، فتتمثل الملكية في الأسهم العادية والأسهم الممتازة، ويطلق أيضا على حقوق المساهمين القيمة الدفترية لحق الملكية على أساس القيمة الاسمية للأسهم التي تمَّ إصدارها وشراؤها بواسطة المساهمين.

ويتمُّ تسجيل قيمة الأسهم في القوائم المالية على أساس قيمة الإصدار Par Value، والتي على أساسها أيضا يتمُّ حساب قيمة التوزيعات النقدية Dividends للمساهمين.

إن قيمة إصدار الأسهم العادية والمسجلة في الميزانية العمومية للشركة ليس له علاقة بالقيمة السوقية للسهم أو توزيعات الأرباح النقدية للسهم العادي، ولكن القيمة السوقية تتحدد أساسا بناء على الإنجاز المالي الكلي للشركة

وقوة مركزها في السوق، بالإضافة إلى التوقعات المستقبلية للتدفقات النقدية الداخلة والخارجة.

وفي حالة قيام بعض الشركات بتوزيع جزء من الأسهم للاكتتاب العام بقيمة أعلى من القيمة الدفترية- التي طُرِحَ بها السهم لأول مرة- يتمُّ احتجاز إجمالي قيمة الأسهم الأعلى من القيمة الدفترية في حساب خاص يطلق عليه Additional Paid – in Capital أو حساب رأس المال المدفوع الإضافي.

ودعنا نوضح المثال التالي الذي ينطبق على كثير من الشركات المصرية التي لها أكثر من إصدار للأسهم العادية بالسوق مع اختلاف سعر السهم لكل إصدار عن القيمة الدفترية، فإذا قامت شركة السويس للأسمنت - على سبيل المثال- ببيع ١,٠٠٠,٠٠٠ سهم، وكانت القيمة الاسمية الدفترية ٤ جنيه، وقامت بإصداره بسعر ٤٠ جنيه للسهم فسوف تظهر حسابات حق الملكية كالتالي:

- الأسهم العادية، (١,٠٠٠,٠٠٠ × ٤) = ٤,٠٠٠,٠٠٠ جنيه.

- رأس المال المدفوع الإضـافي (١,٠٠٠,٠٠٠ × ٣٦) = ٣٦,٠٠٠,٠٠٠ جنيه.

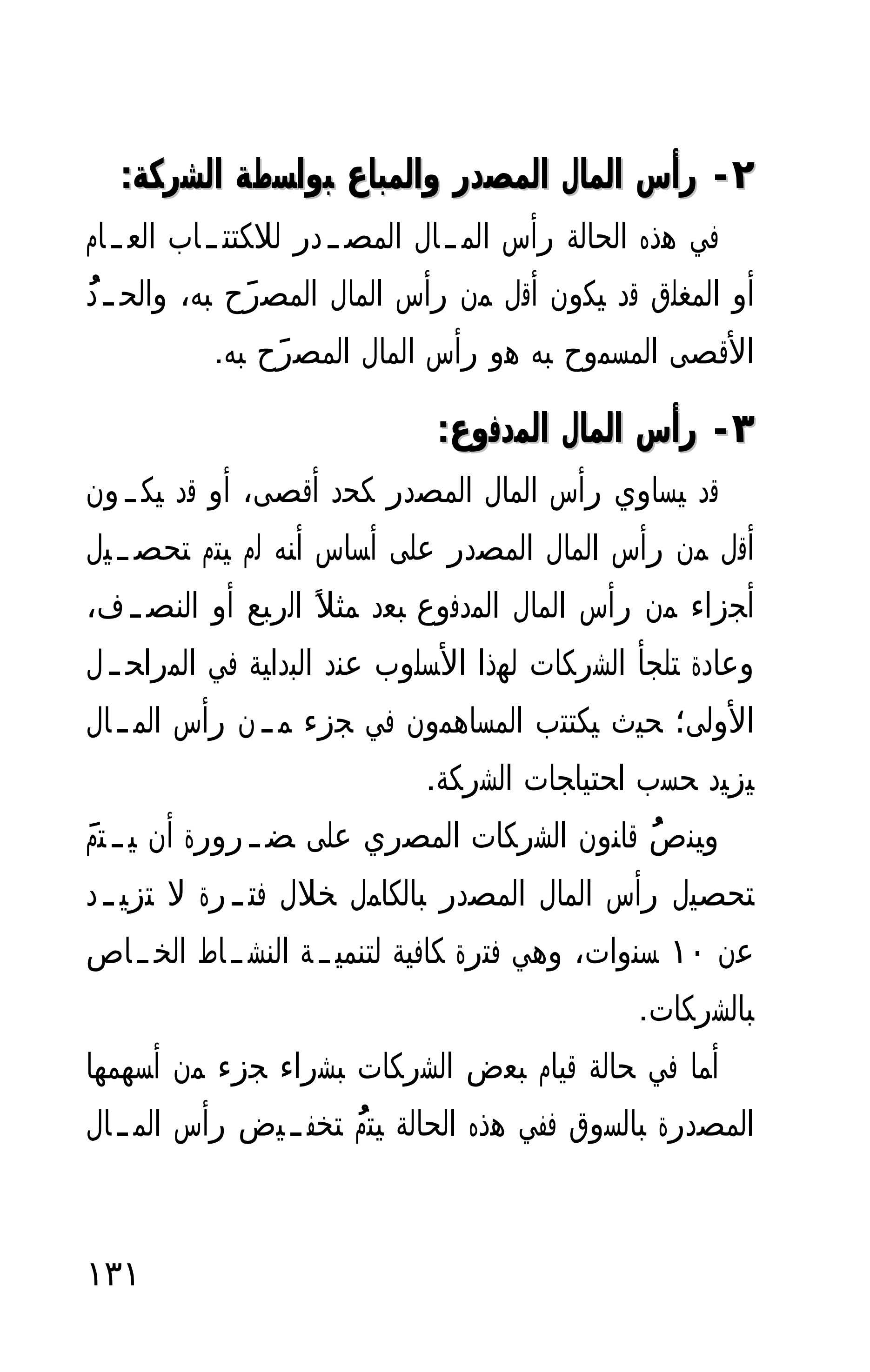
وقد لا تتبع بعض الشركات المساهمة المعالجة المحاسبية السابقة لرأس المال الإضافي، وتقوم بإدماج الحسابين تحـت مسمى واحد؛ وهو رأس المال المدفوع للأسهم العادية.

وأيضا قد تقوم بعض الشركات (حسب القوانين السـائدة في كل دولة) بإدارة شراء أسهمها من السوق، وقـد تسـجل تحت اسم أسهم الصـندوق أو الخزانـة Treasury stock هذه النوعية من الأسهم لا يمتلكها حملة الأسهم، ويتمُ تخفيض حقوق حملة الأسهم بطرح أسهم الصندوق أو الخزانة.

وتجدر الإشارة إلى أن هناك العديد من المسميات تطلـق على رأس المال، وكذلك أسهم الشركة، ونلخصها فيما يلي:

١- رأس المال المصرح به:

وهو الحدُ الأقصى من رأس المال الذي يمكن للمساهمين الاكتتاب فيه، ويتمُ تحديده في النظـام الأساسـي للشـركة بصورة واضحة، ويشترط أيضا الموافقة عليه من الجهـات الرسمية بالدولة.



٢- رأس المال المصدر والمباع بواسطة الشركة:

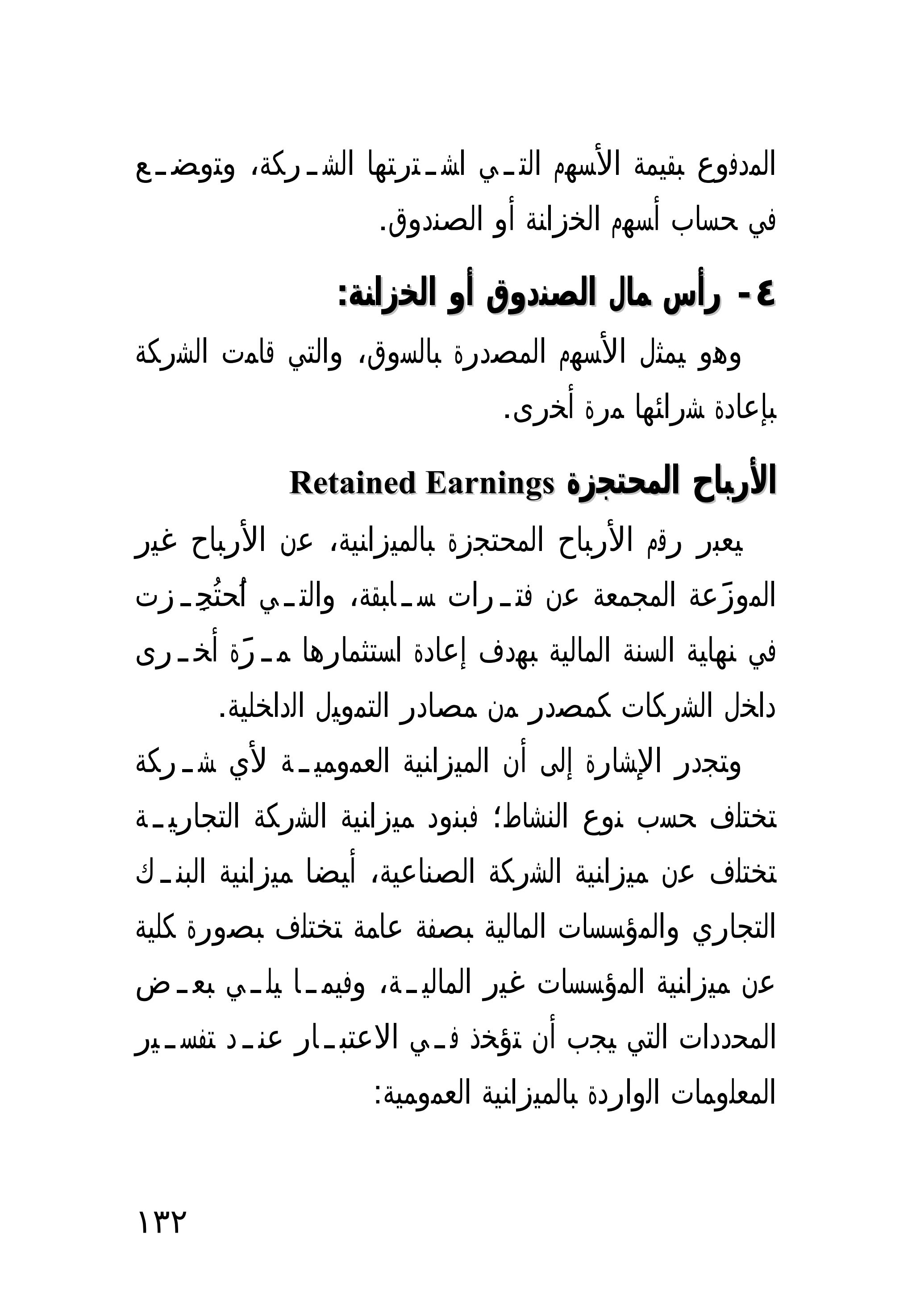
في هذه الحالة رأس المال المصدر للاكتتاب العام أو المغلق قد يكون أقل من رأس المال المصرَّح به، والحدُّ الأقصى المسموح به هو رأس المال المصرَّح به.

٣- رأس المال المدفوع:

قد يساوي رأس المال المصدر كحد أقصى، أو قد يكون أقل من رأس المال المصدر على أساس أنه لم يتم تحصيل أجزاء من رأس المال المدفوع بعد مثلاً الربع أو النصف، وعادة تلجأ الشركات لهذا الأسلوب عند البداية في المراحل الأولى؛ حيث يكتتب المساهمون في جزء من رأس المال يزيد حسب احتياجات الشركة.

وينصُّ قانون الشركات المصري على ضرورة أن يتمَّ تحصيل رأس المال المصدر بالكامل خلال فترة لا تزيد عن ١٠ سنوات، وهي فترة كافية لتنمية النشاط الخاص بالشركات.

أما في حالة قيام بعض الشركات بشراء جزء من أسهمها المصدرة بالسوق ففي هذه الحالة يتمُّ تخفيض رأس المال



المدفوع بقيمة الأسهم التـي اشـترتها الشـركة، وتوضـع في حساب أسهم الخزانة أو الصندوق.

٤- رأس مال الصندوق أو الخزانة:

وهو يمثل الأسهم المصدرة بالسوق، والتي قامت الشركة بإعادة شرائها مرة أخرى.

الأرباح المحتجزة Retained Earnings

يعبر رقم الأرباح المحتجزة بالميزانية، عن الأرباح غير الموزَعة المجمعة عن فتـرات سـابقة، والتـي أُحتُجِـزت في نهاية السنة المالية بهدف إعادة استثمارها مـرَة أخـرى داخل الشركات كمصدر من مصادر التمويل الداخلية.

وتجدر الإشارة إلى أن الميزانية العموميـة لأي شـركة تختلف حسب نوع النشاط؛ فبنود ميزانية الشركة التجاريـة تختلف عن ميزانية الشركة الصناعية، أيضا ميزانية البنـك التجاري والمؤسسات المالية بصفة عامة تختلف بصورة كلية عن ميزانية المؤسسات غير الماليـة، وفيمـا يلـي بعـض المحددات التي يجب أن تؤخذ فـي الاعتبـار عنـد تفسـير المعلومات الواردة بالميزانية العمومية:

١- لا تعكس الميزانية العمومية القيمة الحالية للأصـول والخصوم؛ وذلك لأن الحسابات استخدمت التكلفـة التاريخية لتقييم ولأعـداد تقـارير عـن الأصـول والخصوم.

٢- يجب أن يتمَّ استخدام أسلوب التقدير؛ وذلك لتحديـد مستوى العديد من الحسابات طبقًا لمعايير عديـدة. على سبيل المثال، أوراق القبض على أساس قابليتها للتحصيل، حسابات المخزون على أسـاس القابليـة للبيع، والأصول الثابتة على أساس مـدَة الاسـتفادة منها.

٣- إن اسـتهلاك الأصـول الثابتـة طويلـة الأجـل من المبادئ المقبولة في الواقع العملي، ولكن الزيادة أو التحسن في قيمة هذه الأصول متجاهـل بصـفة عامة.

هذا الأمر هام جدا وحيوي للعديد من الشـركات الصناعية التي تحتفظ باستثمارات في أصـول لهـا قيمة متزايدة مثل: الأراضي، والمناجم، والأراضـي التي يزرعُ فيها أشجار بهدف صناعة الأخشاب.

٤- العديد من البنود التـي لهـا قيمـة ماليـة تُحـذَف من الميزانية العموميـة؛ وذلـك لوجـود العديـد من المشاكل في تقييم أو تقـدير قيمتهـا، والمثـال الواضح هو الاستثمار في العنصر البشري كمصدر من مصادر الشركة.

قائمة الدخل: Income Statement

عبارة عن قائمة بملخص العمليات الخاصـة بـالإيرادات والمصروفات الخاصة بنشاط الشركة خلال فتـرة معينـة. يمكن إعداد قائمة الدخل شهريا، أو بصفة دورية ربع سنوية أو كل عام حسب احتياجات الإدارة العليا والإدارة الماليـة، ومع توافر الأنظمة المالية بصفة منظمة على الحاسب الآلي فإنه يمكن إعداد القائمة عن أي فترة في أي يـوم تحتاجـه الإدارة إذا كان النظام المالي والمحاسبي على الحاسب الآلي متكامل Integrated مع جميـع الأنظمـة علـى مسـتوى الشركة، ويبين الجدول التالي (٢/٣) قائمة الـدخل لشـركة باهر للصناعات الخفيفة.

تتعلق القرارات الإنتاجية داخـل أي منظمـة بقـرارات الإنتاج والتسويق بهدف زيادة إيرادات المبيعات؛ ومـن ثَـمَ

تحقيق إيرادات كافية للشـركة تسـتطيع أن تغطـي تكلفـة البضاعة المباعة أو تكلفة المبيعات، والفرق ما بين صـافي المبيعات، وتكلفة البضاعة المباعة هو مجمل الربح.

وينتج أيضا عن القرارات الإنتاجية مصـروفات إداريـة ومصروفات عامة مثل: مصـاريف الإعـلان، ومرتبـات الإدارة. فإذا طرحنا هذه المصروفات الإدارية مـن مجمـل الربح نحصل على الربح التشغيلي؛ أو ما يطلق عليه أحيانـا الأرباح قبل الضرائب والفوائد، أو صافي الأرباح قبل الفوائد وقبل الضرائب.

جدول رقم (٣/٢)

قائمة الدخل لشركة باهر للصناعات الخفيفة

عن العام المالي المنتهي في ١٩٩٦/٦/٣٠

بنود قائمة الدخل	القيمة بالألف جنيه	
	٩٥/٦/٣٠	٩٦/٦/٣٠
صافي المبيعات	١٠٢,٠٠٠	١٢٢,٤٠٠
طرح تكلفة البضاعة المباعة	(٧٦٠٠٠)	(٩١٢٠٠)
مجمل الربح	٢٦٠٠٠	٣١٢٠٠
مصاريف التشغيل – مصاريف البيع	(٦٢٠٠)	(٧٤٤٠)
- مصاريف إهلاك	(١٠٠٠)	(١٢٠٠)
- مصاريف إدارية وعامة	(١٠٨٠٠)	(١٢٩٦٠)
إجمالي مصاريف التشغيل	(١٨٠٠٠)	(٢١٦٠٠)
صـــافي الأربـــاح التشـــغيلية (٢٦٠٠٠ – ١٨٠٠٠) (الأرباح قبل الفوائد والضرائب)	٨٠٠٠	٩٦٠٠
الفوائد	(٢٠٠٠)	٢٤٠٠

بنود قائمة الدخل	القيمة بالألف جنيه	
	٩٥/٦/٣٠	٩٦/٦/٣٠
صافي الأرباح بعد الفوائد وقبل الضرائب	٦٠٠٠	٧٢٠٠
ضرائب الدخل	(٢٤٠٠)	(٢٨٨٠)
صافي الأرباح بعد الضرائب والفوائد (القابل للتوزيع)	٣٦٠٠	٤٣٢٠
التوزيعات النقدية للمساهمين	٦٠٠	٧٢٠
الأرباح المحتجزة	٣٠٠٠	٣٦٠٠
ربحية السهم (EPS)	١٨ جنيه	٢١,٦جنيه
التوزيعات النقدية للسهم	٣ جنيه	٣,٦ جنيه

وتظهر نتائج قرارات الإدارة المالية داخل الشركة في نهاية قائمة الدخل؛ حيث يتمُّ خصم الفوائد الناتجة عن قرار الإدارة المالية بتمويل جزء من الخصوم عن طريق الديون، ثم في النهاية خصم حق الدولة من الضرائب؛ لنحصل على صافي الأرباح القابلة للتوزيع بعد الضرائب والفوائد، ثم تحدد الإدارة العليا توزيعات الأرباح النقدية

وكذلك الأرباح المحتجزة؛ ومـن ثـم نسـتطيع أن نحسـب مؤشرين هامين:

١- ربحية السهم = $\frac{\text{صافي الأرباح بعد الفوائد والضرائب}}{\text{عدد الأسهم}}$ = قيمة

٢- نصيب السهم من التوزيعات النقدية =

$\frac{\text{إجمالي التوزيعات النقدية}}{\text{عدد الأسهم}}$ = قيمة

وتجدر الإشارة إلى أن صافي الأرباح لا يمثل التـدفقات النقدية الحقيقية الناتجة عن التمويل أو العمليـات الإنتاجيـة ولكن صافي الربح هنا ما هو إلا عبارة عن ملخص للإنجاز التشغيلي تمَ قياسه خلال فترة زمنية معينة باستخدام بعـض الحسابات الإجرائية؛ وبناء على أسـلوب حسـاب صـافي الأرباح فإن رقم صافي الأرباح قد يتسـاوى أو لا يتسـاوى مع التدفقات النقدية.

ومن خلال العرض السابق لقائمة الدخل يمكن أن نلاحظ أنها تساعدنا في تنفيذ ثلاثة أنشطة أساسية:

١- تحديد تكلفة إنتـاج أو الحصـول علـى البضـائع والخدمات المباعة.

٢- تحديد المصاريف الخاصة بتسويق وتوزيع السـلع والخدمات للعملاء، بالإضـافة إلـى المصـاريف الإدارية الخاصة بالتشغيل.

٣- تكلفة توفير التمويل اللازم لقيام نشاط الشركة، مثل الفوائد المدفوعة للدائنين، وتوزيعات الأرباح النقدية للمساهمين.

ويبين الشكل التالي رقم (١/٣) أهم الأنشـطة الأساسـية لقائمة الدخل.

الميزانية العمومية وقائمـة الـدخل (حسـاب المتـاجرة بالأرباح والخسائر والتوزيع) يعتبران الحد الأدنى من القوائم المالية الواجبة النشر للجمهور، وفي أحيان كثيرة لا تُعتبـرُ هذه البيانات كافية أو معبرة عن تفاصيل البيانـات الماليـة للشركة؛ لذلك تقوم الشركة عادة بإصدار بيانـات إضـافية توضع تحت مسمى "إيضـاحات متممـة للقـوائم الماليـة". ومن أمثلة الإيضاحات المتممة للقوائم المالية التي تصـدرها الشركات البنود التالية:

١- أهم السياسات والمبادئ المحاسبية التي اتبعها المحاسب عند إعداد القوائم المالية، على سبيل المثال أسلوب تقييم العملات الأجنبية للبنوك، أسلوب تكوين مخصص الديون المشكوك في تحصيلها، أسلوب تقييم حسابات المخزون، وأخيرا أسلوب حساب قسط الإهلاك وقسط ضرائب الدخل.
٢- بيانات تفصيلية عن الأسهم التي تمَ شراؤها أو إصدارها خلال الفترة.
٣- معلومات عن الأسهم التي تمَ منحها للعاملين وأسلوب توزيعها.
٤- بيانات تفصيلية عن الحسابات خارج الميزانية Information off Balance Sheet والتي تمثل التزامات أو ارتباطات على الشركة ولم ترد داخل الميزانية العمومية.
٥- شرح توضيحي لأسلوب تسوية حساب مخصص الضرائب كالتزام بالميزانية، وكيفية سداد قسط الضرائب.

شكل رقم (٣/١)

هيكل الأنشطة الأساسية لقائمة الدخل

صافى المبيعات

⇓

نطرح : تكلفة إنتاج أو الحصول على السلع والخدمات

⇓

= مجمل الربـــح

⇓

نطرح : مصاريف التسويق والتوزيع للسلع والخدمات
والمصاريف الإدارية الإنتاجية

⇓

= ربح التشغيل (الأرباح قبل الضرائب والفوائد)

⇓

نطرح : مصاريف التمويل (الفوائد)

⇓

= الأرباح قبل الضرائب

⇓

نطرح : ضرائب الشركات

⇓

= صافى الأربـــاح

٦- شرح لتفاصيل القروض طويلة الأجل مـن حيـث الفوائد المطلوب سدادها، وأسلوب سـداد الـدفعات الدورية من القرض.

٧- تقرير تفصيلي عن احتياجات الشركة خلال السـنة المالية حسب كل نوع من الاحتياجات على حدة.

تأثير الإهلاك على إعداد القوائم المالية:

يعتبرُ الإهلاك مصروفًا له تأثير قوي على القوائم المالية للشركة، ويظهر الإهلاك كنتيجة مباشرة مـن اسـتثمارات الشركة، وله تأثير مباشر على رقم الأرباح، وقيمة الأصول بالقوائم المالية.

ملخَّص الفصل

تناول هذا الفصل تعريف القارئ بأهم القوائم المالية التي تعدُّها الشركات المساهمة بهدف استعراض الإنجاز المـالي للإدارة والمساهمين، استعرضنا في هذا الفصـل الميزانيـة العمومية، وأهم بنود محفظة الأصول والخصوم، وناقشنا كل بند بالتفصيل.

ناقش الفصل أيضا قائمة الدخل التي تلخص نتائج عمليات الشركة خلال فترة معينة، وتتضمن أهـم بنـود الإيـرادات والمصروفات، وقد تمَ عـرض نمـوذج لهيكـل الأنشـطة الأساسية لقائمة الدخل، والذي ينتهي برصيد صافي الأربـاح بعد الفوائد والضرائب.

وينتهي هذا الفصل بملحق للقواعد الجديدة التي أعلنتهـا بورصتا القاهرة والإسكندرية، والهيئة العامة لسـوق المـال عن تعديل بعض القواعد الخاصـة بنشـر القـوائم الماليـة للشركات المساهمة المدرجة بالبورصة.

ملحق الفصل الثالث

قواعد نشر البيانات المالية للشركات المساهمة المدرجة في بورصة الأوراق المالية

أعلنت بورصتا الأوراق المالية بالقـاهرة والإسـكندرية، والهيئة العامة لسوق المال عن تعديل بعض قواعد واستمرار قيد الأوراق المالية بالبورصة.

وافق مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال بجلسته رقـم (١٠) بتاريخ ١٩٩٦/٣/١٨ علـى تعـديل بعـض قواعـد واستمرار قيد الأوراق المالية تضـمن للهيئـة والبورصـة أن تطلب من الشركات المقيدة لها أوراق ماليـة بالبورصـة أن تزود كلاً منهما بقوائم مالية ربع سـنوية عـن نشـاطها ونتائج أعمالها مرفقًا بهـا تقريـر فحـص دوري محـدود من مراقب أو مراقبي الحسابات حسب الأحوال بنتائج فحص تلك القوائم، وبيان ما إذا كان هنـاك حاجـة لإجـراء أيـة تعديلات هامة أو مؤثرة عليها على أن توافي كلاً من الهيئة والبورصة بها خلال شهر من تاريخ إعدادها.

وعلى جميع الشركات المقيدة في البورصة تنفيـذ ذلـك مع مراعاة أنه وفقًا لقواعد الشطب من جداول البورصة فإنه

يشطَبُ قيد الأسهم وغيرها من الأوراق المالية من جـداول البورصة إذا لم تلتزم الشركة مصدرة الورقة المالية بتنفيـذ التزاماتها في المواعيد المحددة قانونًا، وذلك بعد مضي ثلاثة أشهر من إخطارها بعدم تنفيذ التزامها إذا لم تقـم بتنفيـذها خلال هذه الفترة.

علما بأن القوائم المالية عن الربـع الأول للسـنة ١٩٩٦ المنتهي في ١٩٩٦/٣/٣١ يجب تسليمها لهيئة سـوق المـال وبورصتي الأوراق المالية خلال ميعاد غايته ١٩٩٦/٤/٣٠.

قائمة المركز المالي ربع السنوي في: / / ١٩م.

كلي	جزئي	جزئي	البيان	أرقام المقارنة
			الأصول طويلة الأجل:	
		×	إجمالي تكلفة الأصول الثابتة	
	××	×	يخصم مجمع الإهلاك	
	××		**مشروعات تحت التنفيذ**	
×××			**إجمالي الأصول طويلة الأجل**	
			الأصول المتداولة	
		×	المخزون (رصيد دفتري)	
		×	المـــدينون وأوراق القـــبض	
			(بعد خصم المخصص..)	
		×	حسابات مدينة متنوعة	

كلي	جزئي	جزئي	البيان	أرقام المقارنة
		×	استثمارات في أوراق مالية (بعد خصم المخصص)	
		×	نقدية بالبنوك والصندوق	
	××		**مجموع الأصول المتداولة**	
			الالتزامات المتداولة	
		×	المخصصات	
		×	البنوك الدائنة	
		×	دائنون وأوراق دفع	
		×	حسابات دائنة أخرى	
	××		**مجموع الالتزامات المتداولة**	
×××			رأس المال العامل	
×××			إجمالي الاستثمار ويتمُ تمويله على النحو التالي	
			حقوق المساهمين	
		×	رأس المال المدفوع	
		×	الاحتياطات	
		×	أرباح أو (خسائر) مرحلة	
	××		إجمالي حقوق المساهمين	
	××		الالتزامات طويلة الأجل	
×××			إجمالي تمويل رأس المال العامل	

كلي	جزئي	جزئي	البيان	أرقام المقارنة
			والأصول طويلة الأجل	

- الإيضاحات المرفقة جزء لا يتجزأ من هذه القوائم وتقرأ معها.
- تقرير مراقبي الحسابات مرفق.

عضو مجلس الإدارة   **رئيس مجلس الإدارة**

قائمة الدخل عن الفترة المالية من: / / ١٩م.

كلي	جزئي	البيان	أرقام المقارنة
	××	**صافي المبيعات**	
	××	يخصم تكلفة المبيعات	
××		مجمل الربح أو (الخسارة)	
××		يخصم إجمالي المصروفات	
××			
××		تضاف الإيرادات غير العادية	
××		تخصم المصروفات غير العادية	
××		**صافي الربح أو (الخسـارة) قبـل حساب الضريبة.**	

الفصل الرابع

تقييم الأداء المالي

(التحليل المالي)

"التحليل المالي كعلامة إنذار لاحتمالات الفشل المالي"

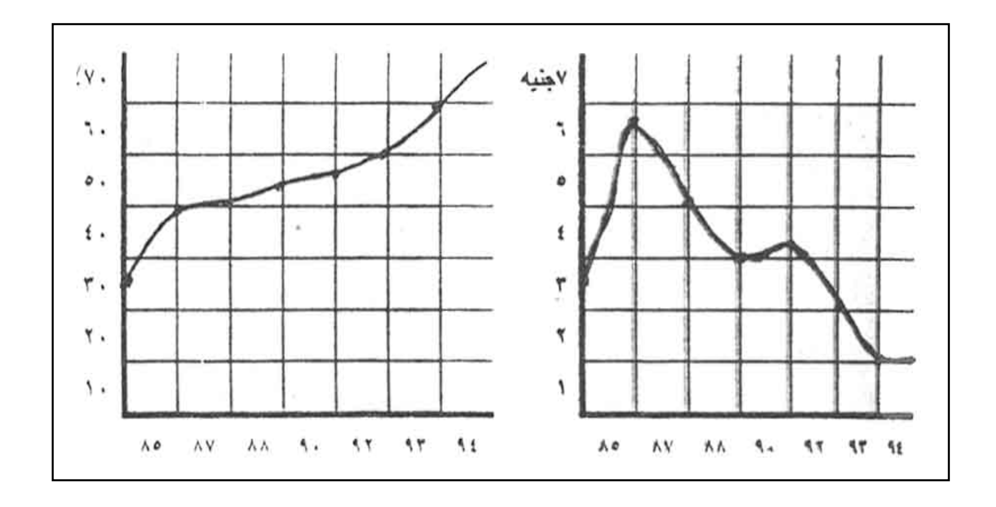
تُعتبرُ شركة كمبيوتكس من الشركات الرائدة في صناعة تكنولوجيا المعلومات، وتعتمد في نشاطها على إنتاج البرامج الجاهزة التي تساعد على تحسين إنتاجية العاملين بالإدارات المختلفة.

وفي عام ١٩٩٤ واجهت شركة كمبيوتكس فشلاً ماليا هدَدها بالإفلاس؛ وذلك بسبب ارتفاع نسبة الالتزامات المالية من الديون بصورة فاقت قدرة المدير المالي على التعامل مع هذه الديون.

والسؤال الذي يطرح نفسه هل كان هناك أي علامات تحذير أو ضوء أحمر يشير إلى الصعوبات المالية التي تواجهها الشركة؟

الإجابة بنعم انظر الأشكال التالية:

تطور القيمة السوقية لسهم شركة كمبيوتكس نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول:



ويبدو واضحا من الأشكال السابقة أن هناك تدهوُرا في الموقف المالي للشركة خلال الفترة من ٨٥ – ٩٤ بل يمكن أن نتوقع استمرار هذا التدهوُر في المستقبل.

مقدِّمة

يتناول هذا الفصل تعريف القارئ بأهم المؤشرات المالية التي يمكن أن تستخدم؛ وذلك لإعداد تقرير عن الأداء المالي لأي مشروع تجاري أو صناعي، بالإضافة إلى تقديم لأهـم النسب المالية التي يمكن أن تُستخدم في تحليل القوائم المالية.

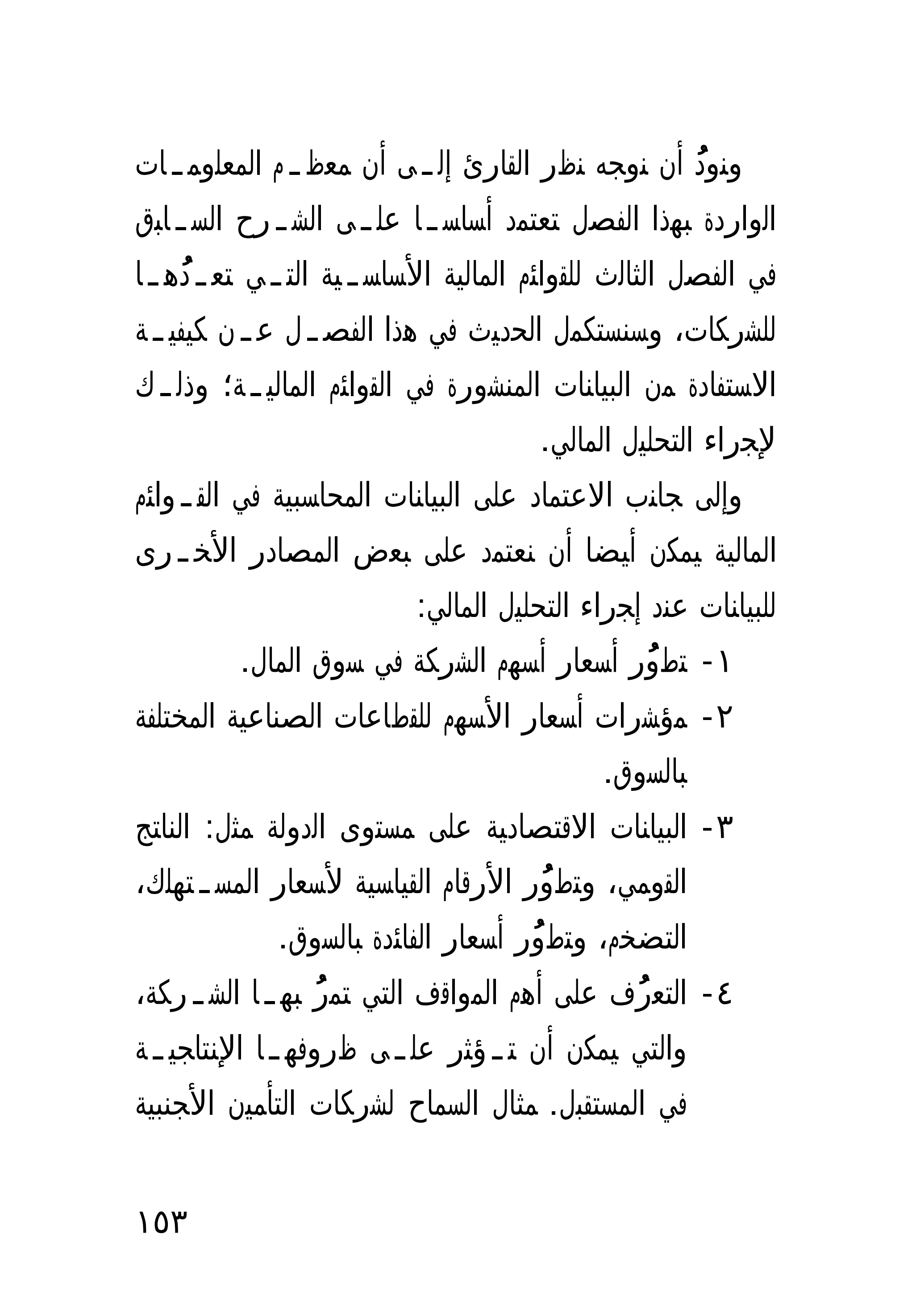
التحليل المالي: عبارة عن تقييم تاريخي، وحالي، ومتوقـع للأحوال المالية للشركات

ويهدف التحليل المالي إلى تحديد أهم نقاط القوة والضعف المالي التي تواجهها الشركات، وقد يقوم بالتحليـل المـالي العاملين بالإدارة المالية في الشركة؛ بهدف تحليـل المركـز المالي والتنبؤ المالي للشركة في المستقبل أو لإعداد تقريـر للإدارة العليا، وقد يقـوم بالتحليـل المـالي أيضـا العديـد من الجهات الخارجية مثـل المحاسـب القـانوني للشـركة أو محلل الائتمان بالبنك التجاري؛ لتحديد الملائمـة الماليـة للشركة عند التقدُّم للحصول على الائتمان، وقد يقوم أيضـا بذلك شركات تداول الأوراق المالية والعاملون بسوق المال؛ بهدف تقييم المركز المالي للشركة، وتحديد القيمـة العادلـة

لسعر السهم، أو للتنبؤ بقوة الشركة فـي المسـتقبل؛ بهـدف إعطاء النصائح المالية للعملاء بالشراء أو البيع.

وبصرف النظر عن الهدف الأساسي من التحليل المـالي، فإن الأدوات والأساليب التي تُستخدَم في التحليل المالي أساسا تُعتبرُ واحدة، وتُعتبرُ النسـب الماليـة Financial Ratios الأدوات الأساسية التي يستخدمها المحلل المالي بهدف إجراء التحليل المالي؛ والسبب أنها تُستخدَم للإجابة علـى العديـد مـن الأسـئلة فيمـا يخـصُّ الموقـف المـالي للشـركة. على سبيل المثال إذا أرادت شركة الزيوت والصابون شراء خطوط إنتاج حديثة من اليابان، والحصـول علـى ائتمـان تجاري لمدّة ١٠ سنوات؛ ففي هذه الحالـة سـتقوم الشـركة اليابانية (المورد) بإعداد تحليل مالي للقوائم المالية للشـركة؛ وذلك للتأكد من التدفقات النقدية المتوقعة الداخلـة، وموقـف السيولة خلال العشر سنوات قادمة.

أيضا عندما يقوم المستثمر بالتفكير في المفاضلة بين سهم شركة طرة للأسمنت وسهم شركة حلوان للأسـمنت فعليـه أن يحلل بيانات الشركتين، ويتخذ قراره بناء علـى القـوة المالية المتوقعة للشركة في المستقبل.



ونودُ أن نوجه نظر القارئ إلـى أن معظـم المعلومـات الواردة بهذا الفصل تعتمد أساسـا علـى الشـرح السـابق في الفصل الثالث للقوائم المالية الأساسـية التـي تعـدُهـا للشركات، وسنستكمل الحديث في هذا الفصـل عـن كيفيـة الاستفادة من البيانات المنشورة في القوائم الماليـة؛ وذلـك لإجراء التحليل المالي.

وإلى جانب الاعتماد على البيانات المحاسبية في القـوائم المالية يمكن أيضا أن نعتمد على بعض المصادر الأخـرى للبيانات عند إجراء التحليل المالي:

١- تطوُر أسعار أسهم الشركة في سوق المال.

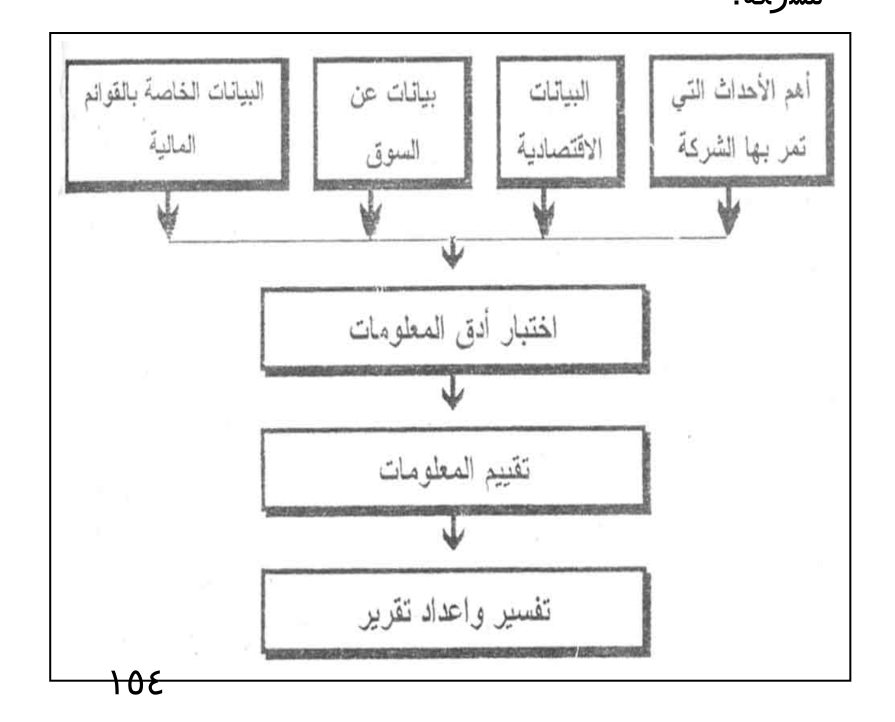
٢- مؤشرات أسعار الأسهم للقطاعات الصناعية المختلفة بالسوق.

٣- البيانات الاقتصادية على مستوى الدولة مثل: الناتج القومي، وتطوُر الأرقام القياسية لأسعار المسـتهلك، التضخم، وتطوُر أسعار الفائدة بالسوق.

٤- التعرُف على أهم المواقف التي تمرُ بهـا الشـركة، والتي يمكن أن تـؤثر علـى ظروفهـا الإنتاجيـة في المستقبل. مثال السماح لشركات التأمين الأجنبية

بالدخول لسوق التأمين المصري لأول مرّة قد يؤدي إلى وضع إحدى شركات التأمين في موقف صعب مستقبلاً لتوقع منافسة غير عادية.

ويقع العبء الأساسي على المحلل المالي Financial Analyst؛ وذلك حتى يستطيع أن يختار أدق وأقرب المعلومات الخاصة بالشركة ويقوم بتحليلها ويفسر هذا التحليل؛ وذلك حتى يستطيع أن يحكم على الأحوال المالية الحالية والمتوقعة، بالإضافة إلى الإنجاز التشغيلي للشركة.



العوامل الخارجية التي تؤثر على الأداء المالي للشركات:

تواجه معظم الشركات مجموعة من المتغيرات الخارجية التي تؤثر على الأداء المالي منها على سبيل المثال:

- منافسة الشركات الأخرى العاملة في نفس نوع النشاط.
- القوانين والقواعد والسياسات الجمركية والضريبية التي تطبق على الشركات.
- الحالة الاقتصادية والسياسات المالية بالدولة.
- درجة التقدُّم التكنولوجي المتوقع في إنتاجية الشركة.

وهناك صعوبة تواجه إدارة الشركة للتحكم في هذه العوامل الخارجية، إن أقصى ما تستطيعه الشركة هو توقع الأحداث المستقبلية لهذه المتغيرات الخارجية، ومحاولة إعداد مجموعة من السيناريوهات البديلة لسلوك الشركة المتوقع (خاصة بنود محفظة الأصول والخصوم) وذلك لمواجهة التطوُّرات المتوقعة في المستقبل.

العوامل الداخلية التي تؤثر على عائد الشركات:

تواجه معظم الشركات مجموعة من العوامل الداخلية التي يمكن للإدارة أن تتحكم فيها وتوجهها بالشكل الذي يساعد على تعظيم ثروة حمله الأسهم أو الملاك مع تقليل التكاليف والمصروفات، وبصفة عامة تُستخدَم النسب المالية كأحد الأدوات الرئيسية في التحليل المالي للشركات، ويمكن تقسيم هذه النسب إلى المجموعات الرئيسية التالية:

١- نسب السيولة.
٢- نسب الربحية.
٣- نسب النشاط.
٤- النسب الخاصة بهيكل التمويل.
٥- النسب الخاصة بالمساهمين.

أولاً: المؤشرات الخاصة بنسب السيولة

Liquidity Ratios

يمكن اعتبار أن الأصل المالي من الأصول السائلة عندما يسهل التعامل فيه بيعا وشراء في السوق؛ وبالتالي يمكن

تحويله إلى نقدية بسهولة حسـب أسـعار السـوق، وتحـدد الأصول السائلة موقف السيولة بالنسبة للشركة على أسـاس قدرتها على الوفاء بالالتزامات في الفترة القادمة.

وبصفة عامة يمكن القول إن السيولة تعكس قدرة الشركة على مقابلة التزاماتها قصيرة الأجل باستخدام الأصول التـي يسهل تحويلها بسرعة إلى نقدية سـائلة، ويـتمُ إدراج هـذه الأصول في الميزانية العمومية تحت بند الأصول المتداولـة حيــث يطلــق عليهــا دائمــا رأس المــال العامــل Working Capital والذي يمثل الموارد المطلوبة للتشغيل اليومي ولاستغلال الاستثمارات الرأسمالية طويلـة الأجـل للشـركة. علـى سـبيل المثـال تسـتخدم المـواد الخـام (أحد بنود المخزون) وذلك في التشـغيل اليـومي لـلآلات والمعدات لتنتج السلع والخدمات التي يحتاجها العملاء؛ وبذلك تساعد المواد الخام في تشغيل واسـتغلال الآلات كاسـتثمار رأسمالي طويل الأجل.

ويستفاد من الأصول السائلة في تغطية الالتزامات قصيرة الأجل التي عبرنا عنها من قبل فـي الخصـوم المتداولـة، ويطلق اسم صافي رأس المـال العامـل Net Working

Capital على الفرق بين الأصـول المتداولـة والخصـوم المتداولة بالمعادلة التالية:-

صافي رأس المال العامل = الأصول المتداولة – الخصوم المتداولة

ويفضل دائما أن يكون صافي رأس المال العامل موجبا؛ ليعبر عن قدرة الشركة على الوفـاء بالالتزامـات قصـيرة الأجل.

إن عملية تقدير حجم السيولة التي تحتاجهـا أي شـركة يعتمد بالدرجة الأولى على الأموال المطلوبة لتمويـل دورة تشغيل كاملة، ويمكن تعريف الدورة الإنتاجية على أنها المدّة التي تبدأ من استثمار الأموال لإنتاج المنتجات أو الخـدمات حتى نهاية الفترة التي يبدأ الاستثمار في المنتجـات، وينـتج عنه بيع وتحصيل نقدية أخرى.

فعلى سبيل المثال يمكن تحديد دورة تشغيل شركة "باتـا" لتصنيع الأحذية الكاوتشوك فيما يلي:-

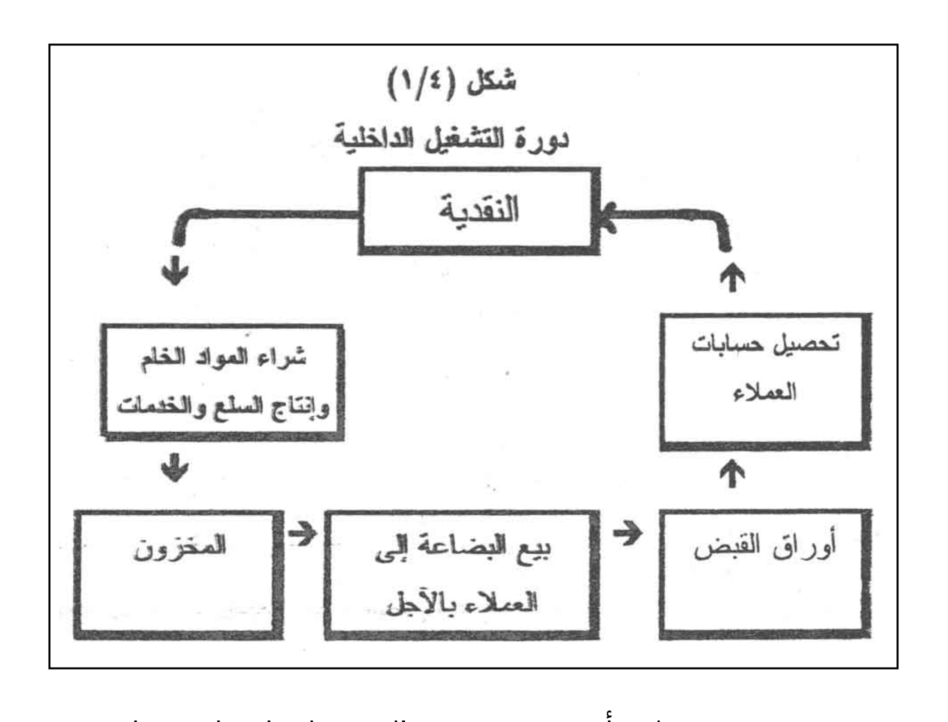
١- شراء المواد الخام اللازمة لإنتاج الأحذيـة، وهـذا يتطلب أموالاً للاستثمار في المخزون سواء المـواد الخام أو الإنتاج التام.

٢- بيع الأحذية، وينتج عن البيع إيرادات (صافي المبيعات) وهذه الإيرادات قد تكون في شكل نقدي أو غير نقدي.

٣- منح تجار التجزئة، وتجار الجملة، ومنافذ التوزيع الأحذية عن طريق الائتمان التجاري، وخلق أوراق القبض (شيك آجل/ كمبيالة/ سند إذني).

٤- تحصيل أوراق القبض، وتوفير نقدية للمشروع.

وتعبر الأربع مراحل السابقة عن دورة النقدية من بداية استخدام النقدية حتى تحصيلها في نهاية فترة معينة، وتختلف بالطبع دورة التشغيل من شركة إلى أخرى، ومن صناعة إلى أخرى، ويعبر الشكل التالي (١/٤) عن المراحل المختلفة لدورة التشغيل للشركة.



وحتى نستطيع أن نقـيس دورة التشـغيل فإننـا نحتـاج إلى أن نحصل على المعلومات التالية:-

١- الوقـت المسـتغرق فـي تحويـل الاسـتثمارات في المخزون إلى مبيعات (النقدية ← مخـزون ← مبيعات ← أوراق قبض)

٢- الوقت المستغرق في تحصيل المبيعات الآجلة: (أوراق القبض ← نقدية)

دعنا نقم بقياس دورة التشغيل للشركة المصرية للبلاستيك عام ١٩٩٥ باستخدام القوائم المالية التالية:-

جدول (١/٤)

الميزانية العمومية للشركة المصرية للبلاستيك

السنوات المالية ٩٤/١٢/١٣/ ١٩٩٥

بنود الميزانية	القيمة بالألف جنيه	
	١٩٩٤	١٩٩٥
بنود الأصول		
- النقدية	١٠٠٠	٢٠٠٠
- أسهم وسندات	صفر	١٠٠٠
- أوراق قبض	٤٠٠٠	٣٠٠٠
- المخزون	٥٠٠٠	٩٠٠٠
- إجمالي الأصول المتداولة	١٠٠٠٠	١٥٠٠٠
إجمالي الآلات والمعدات	٥٠٠٠٠	٥٥٠٠٠
يطرح مخصص الإهلاك	١٥٠٠٠	٢٠٠٠٠
صافي الآلات والمعدات	٣٥٠٠٠	٣٥٠٠٠
الأصـــول غيــــر المعنويـــــة (شهرة المصنع)	٥٠٠٠	٥٠٠٠

بنود الميزانية	القيمة بالألف جنيه	
	١٩٩٤	١٩٩٥
إجمالي الأصول	٥٠٠٠٠	٥٥٠٠٠
أوراق الدفع	٢٠٠٠	٢٥٠٠
خصوم متداولة أخرى	١٠٠٠	٢٥٠٠
إجمالي الخصوم المتداولة	٣٠٠٠	٥٠٠٠
قروض طويلة الأجل	٢٥٠٠٠	٢٠٠٠٠
إجمالي الخصوم	٢٨٠٠٠	٢٥٠٠٠
حق الملكية		
- أسهم ممتازة (٨٠٠٠ سهم/ ٥٠٠ جنيه/ ١٢,٥٪)	٤٠٠٠	٤٠٠٠
- أسهم عادة (٥٠٠,٠٠٠ سهم/ ٥ جنيه)	٦٠٠٠	٧٥٠٠
- رأس مال إضافي مدفوع	٤٠٠٠	٧٥٠٠
- الأرباح المحتجزة.	٨٠٠٠	١١٠٠٠
إجمالي حقوق الملكية (حقوق المساهمين)	٢٢٠٠٠	٣٠٠٠٠
إجمالي الخصوم وحقوق المساهمين	٥٠٠٠٠	٥٥٠٠٠

جدول رقم (٢/٤)

قائمة الدخل للشركة المصرية للبلاستيك

خلال الأعوام المالية المنتهية في (١٩٩٥/٩٤/١٢/٣١)

القيمة بالألف جنيه

بنود قائمة الدخل	١٩٩٤	١٩٩٥
صافي المبيعات	٤٥٠٠٠	٥٠٠٠٠
يطرح: تكلفة البضاعة المباعة	٣٠٠٠٠	٣٢٥٠٠
مجمل الربح	١٥٠٠٠	١٧٥٠٠
يطرح: تكلفة التأجير للمصنع	٢٥٠٠	٥٠٠
- المصاريف الإدارية	٢٥٠٠	٢٥٠٠
- الأرباح قبل الفوائد والضرائب	١٠٠٠٠	١٠٠٠٠
يطرح: - الفوائد	٢٥٠٠	٢٠٠٠
- الأرباح قبل الضرائب	٧٥٠٠	٨٠٠٠
يطرح: - الضرائب	٢٥٠٠	٢٠٠٠
- صافي الأرباح القابلة للتوزيع	٥٠٠٠	٦٠٠٠
يطرح: التوزيعات النقدية لحملة الأسهم الممتازة	٥٠٠	٥٠٠

بنود قائمة الدخل	١٩٩٤	١٩٩٥
- الأرباح المتاحة للتوزيع لحملة الأسهم العادية	٤٥٠٠	٥٠٠
يطرح: التوزيعات النقدية لحملة الأسهم العادية	٢٠٠٠	٢٥٠٠
- الأرباح المحتجزة (غير الموزعة)	٢٥٠٠	٣٠٠٠

خطوات تقدير دورة التشغيل للشركة المصرية للبلاستيك خلال عام ١٩٩٥:

١- لحساب عدد الأيام التي يتمُّ استثمار النقدية في صورة مخزون، تحسب على النحو التالي:

- القيمة الإجمالية للأموال المستثمرة في النقدية
- متوسط الأيام لتكلفة البضاعة المباعة.

القيمة الإجمالية للأموال المستثمرة في المخزون عبارة عن رصيد المخزون في الميزانية.

متوسط الأيام لتكلفة البضاعة المباعة:

عبارة عن تكلفة البضاعة المباعة في متوسط ٣٦٥ يومـا في السنة، ويمكن حساب متوسط الأيام لتكلفة البضاعة؛ وذلك بقسمة تكلفة البضاعة المباعة (من قائمة الدخل) على متوسط عدد أيام السنة دائما ٣٦٥ يوما)

ولذلك فإن متوسط تكلفة البضاعة المباعة يوميا خلال عام ١٩٩٥.

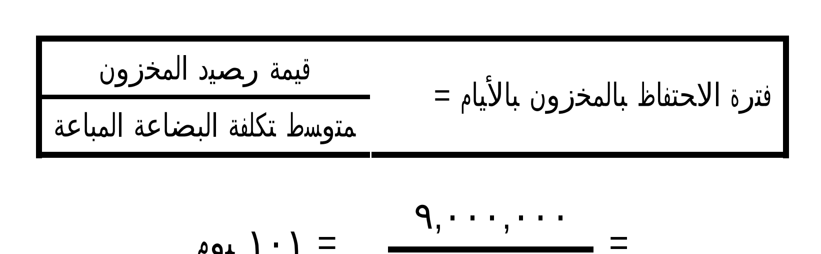
متوسط تكلفة البضاعة المباعة يوميا =	تكلفة البضاعة المباعة / ٣٦٥ يوما

= ٣٢,٥٠٠,٠٠٠ / ٣٦٥ = ٨٩٠٤١ جنيها يوميا

إن تكلفة البضاعة المباعة يوميا للشركة المصرية للبلاستيك في المتوسط ٨٩,٠٤ جنيه يوميا.

وتُقدَّر قيمة المخزون للشركة المصرية للبلاستيك في عام ١٩٩٥، بـ٩ ملايين جنيه، والمطلوب حساب متوسط فتـرة

الاحتفاظ بالمخزون؛ وذلك بقسمة رصيد حساب المخزون على متوسط تكلفة البضاعة المباعة يوميا بالجنيه.



فترة الاحتفاظ بالمخزون بالأيام = قيمة رصيد المخزون / متوسط تكلفة البضاعة المباعة

$$= \frac{٩,٠٠٠,٠٠٠}{٨٩٠٤١} = ١٠١ \text{ يوم}$$

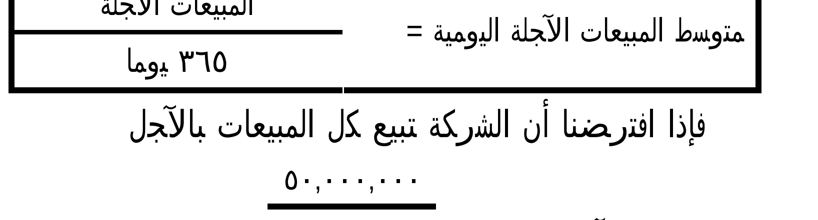
وتشير النتيجة السابقة إلى أن متوسط فترة الاحتفاظ بالمخزون للشركة المصرية للبلاستيك هي ١٠١ يوم بنهاية عام ١٩٩٥، ولذلك إذا استمرَ معدل مبيعات الشركة عند هذا الأساس فإن الشركة يمكن أن تواجه مشكلة انتهاء المخزون بعد ١٠١ يوم.

وإذا كان مخزون آخر المدَة يعبر عن المخزون خلال العام، فمعنى ذلك أن الشركة تستغرق ١٠١ يوم؛ وذلك لتحويل الاستثمار في المخزون إلى بضاعة مباعة.

ويتخوَف بعض المحللين الماليين من أن مخزون آخر المدَة قد لا يعبر عن حقيقة المخزون خلال العام المالي،

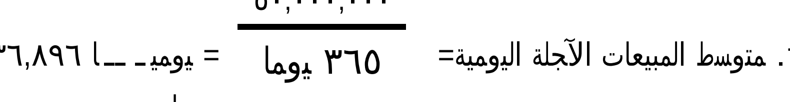
فمن الممكن أن يكون عند حد أدنى من بـاقي أيـام السـنة؛ ولذلك فمن الأفضل إعداد هذه المؤشرات بصفة دورية كـل شهر، واستخدام متوسط أرقام المخزون خلال شهور السـنة أو حسب توافر القوائم المالية عن الشركة.

ويمكن أيضا أن نقوم بحساب تكلفـة المبيعـات الآجلـة اليومية؛ وذلك بقسمة المبيعات الآجلة على عدد أيام السنة.



متوسط المبيعات الآجلة اليومية =	المبيعات الآجلة / ٣٦٥ يوما

فإذا افترضنا أن الشركة تبيع كل المبيعات بالآجل



∴ متوسط المبيعات الآجلة اليومية= ٥٠,٠٠٠,٠٠٠ / ٣٦٥ يوما = يوميـــا ١٣٦,٨٩٦ جنيها

ومعنى ذلك أن الشركة المصرية للبلاستيك تبيع بضـاعة بالآجل في المتوسـط قيمتهـا ١٣٦,٨٩٦ جنيهـا يوميـا، وبما أن متوسط رصيد أوراق القـبض فـي نهايـة المـدّة ٣,٠٠٠,٠٠٠ جنيه فإن متوسـط أيـام الائتمـان أو فتـرة التحصيل يمكن حسـابها بقسـمة حسـابات أوراق القـبض على متوسط المبيعات الآجلة اليومية.

متوسط فترة التحصيل =	حسابات أوراق القبض / المبيعات الآجلة اليومية

= ٣,٠٠٠,٠٠٠ / ١٣٦,٨٩٦ = ٢٢ يوما

فإذا افترضنا أن رصيد آخر المدَة لأوراق القبض يمثـل رصيد التحصيلات خلال أي يوم من أيام السنة فمعنى ذلـك أن متوسط تحصيل المبيعات الآجلة بالنسـبة للشـركة هـو ٢٢ يوما.

وبالرجوع إلى دورة التشغيل فإننـا يمكـن أن نحسـبها عن طريق تجميع متوسط فترة الاحتفاظ بالمخزون بالإضافة لمتوسط فترة التحصيل بالمعادلة التالية:-

دورة التشغيل = متوسط فترة الاحتفاظ بالمخزون + فترة التشغيل

= ١٠١ يوم + ٢٢ يوما = ١٢٣ يوما

ما هي العلاقة بين دورة التشغيل وبين سيولة الشركة؟

بالطبع كلمـا زادت فتـرة التشـغيل كلمـا زادت الحاجـة إلى الأصول المتداولة والنقدية، وأيضا يعنـي أن الشـركة تستغرق فترة طويلة؛ وذلك لكي تقوم بتحويـل المخـزون، وكذلك أوراق القبض إلى نقدية.

كلما زادت دورة التشغيل كلما زادت قيمة صافي رأس المال العامل المطلوب.

وكما أوضحنا كيفية حساب فترة التحصيل فإننا أيضا نحتاج إلى قياس متوسط فترة أو مهلة السداد التي تحتاجها الشركة لكي تقوم بسداد التزاماتها قصيرة الأجل.

أولاً: نحتاج إلى حساب متوسط المشتريات الآجلة اليومية، وبفرض أن كل المشتريات لشركة البلاستيك هي مشتريات آجلة فإن المشتريات الإجمالية هي عبارة عن تكلفة البضاعة المباعة بعد استبعاد أي بند من ضمن تكلفة البضاعة المباعة.

وبغرض التبسيط سنفترض أن المشتريات تساوي تكلفة البضاعة المباعة، وسنقوم بطرح إهلاك الأصول الثابتة؛ لأنه يدخل ضمن تكلفة البضاعة المباعة ولا يعتبرُ من المشتريات.

متوسط المشتريات اليومية =	تكلفة البضاعة المباعة – قسط الإهلاك / ٣٦٥ يوما

= (٣٢,٥٠٠,٠٠٠ – ٥,٠٠٠,٠٠٠) / ٣٦٥ = ٧٥٣٤٢ جنيها يوميا

ويمكن حساب مهلة السداد التي تحصل عليهـا الشـركة وذلك لسداد المشتريات الآجلة من خلال المعادلة التالية:

متوسط مهلة سداد المشتريات الآجلة =	أوراق الدفع أو حسابات القبض / متوسط المشتريات اليومية

= ٢,٥٠٠,٠٠٠ / ٧٥٣٤٢ = ٣٣ يوما

وتشير النتيجة السابقة إلى أن شـركة البلاسـتيك تحصـل على ٣٣ يوما في المتوسط كمهلة لسداد المشتريات، خاصـة المشتريات الآجلة.

وبما أن دورة التشغيل تعطينا مؤشرا عن الفتـرة المطلوبـة لتحويـل أي اسـتثمار نقـدي مـرَة أخـرى إلـى نقديـة (عن طريق المخزون وأوراق القبض). وبالنسبة لمتوسط أيام مهلة سداد المشتريات الآجلة فإنها تعطي مؤشرا عن المـدَة المطلوبة للمشتريات التي تمت لتوفير أو خلـق المخـزون. فإذا قمنا بالربط بين مهلة السداد وفترة التحصيل فإن الفـرق بين دورة التشغيل ومهلة السداد للمشتريات هو صافي دورة التشغيل؛ يمكن الحصول على هـذه النتيجـة مـن خـلال المعادلات التالية:

صافي فترة التشغيل = فترة التشغيل – مهلة السداد

وبالتعويض عن فترة التشغيل

صافي فترة التشغيل= متوسط التخزين + فترة التحصيل + مهلة السداد

= ١٠١ + ٢٢ + ٣٣

= ٩٠ يوما

وهكذا فإن صافي فترة التشغيل يعبر عـن الفتـرة التـي تستغرقها الشركة للحصـول علـى نقديـة مـرَّة أخـرى من الاستثمار في المخزون وأوراق القـبض، مـع الأخـذ في الاعتبار أن المشتريات تتمُّ بالأجل، ولأن الشركة لا تقوم بسداد المشتريات فورا، حيـث تحصـل علـى تسـهيلات الموردين، فإن هذا يقلل من احتياجاتها إلى النقديـة؛ ولـذلك كلما زادت صافي فترة التشغيل كلما زادت حاجـة الشـركة إلى السيولة.

النسب الخاصة بمقاييس السيولة:

يمكن أن تُستخدَم المؤشرات التالية؛ وذلك لتقيـيم قـدرة أي شركة على الوفاء بالالتزامات المتداولة:

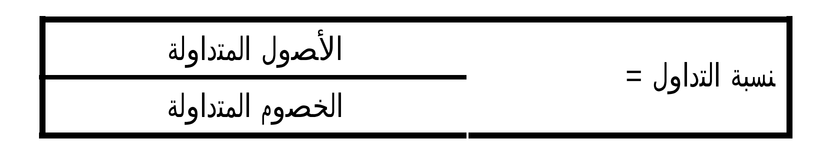
١- نسبة التداول Current Ratio

٢- نسبة التداول السريعة Quick Ratio

٣- نسبة رأس المال العامل إلى المبيعات

١- نسبة التداول:

يمكن حساب نسبة التداول؛ وذلك بقسمة إجمالي الأصول المتداولة على الخصوم المتداولـة، ويعبـر هـذا المؤشـر عن قدرة الشركة على الوفاء بالالتزامـات قصـيرة الأجـل من الأصول المتداولة.



نسبة التداول =	الأصول المتداولة / الخصوم المتداولة

= ١٥,٠٠٠,٠٠٠ / ٣,٠٠٠,٠٠٠ = ٣ مرَّة

هذه النسبة تعني أن الأصول المتداولة تغطي الالتزامـات قصيرة الأجل، وبصفة عامة إذا كانت شركة لـديها فـائض في السيولة فيجب أن تكون قيمة الأصول المتداولـة أعلـى من الخصوم المتداولة؛ أي زيادة البسط عن المقام، أي زيادة الأصول المتداولة عن الخصوم المتداولة، أي أن تساوي قيمة أعلى من ١: ١.

أما بالنسبة للشركة المصرية للبلاستيك فإننا لا نستطيع أن نحكم على جودة نسبة التداول إلا إذا توافر لدينا متوسط نسبة التداول للقطاع، فإذا كانت نسبة القطاع ٢,٥ مرّة فهذا يعني أن شركة البلاستيك قد نجحت في إدارة السيولة، وأن قدرتها على الوفاء بالالتزامات قصيرة الأجل تُعتبرُ جيدة.

وبصفة عامة كلما اتجهت نسبة التداول للزيادة عن متوسط الصناعة فإن هذا دليل على جودة إدارة الالتزامات بالشركة، وزيادة احتمال سداد الديون قصيرة الأجل من الأصول المتداولة، وكلما اتجهت هذه النسبة للانخفاض عن متوسط الصناعة؛ فهذا يعني نقص سيولة المشروع، ومن ثَمّ زيادة درجة الخطر واحتمالات عدم سداد الالتزامات قصيرة الأجل في المستقبل.

٢- نسبة التداول السريعة:

تُستخدَم نسبة التداول السريعة كبديل عن نسبة التداول؛ وذلك لأنها تستبعد بند المخزون من الأصول المتداولة باعتبار أنه من الصعب تحويله إلى نقدية سائلة بسهولة. على سبيل المثال لا تستطيع شركة البلاستيك أن تبيع المنتج

النهائي من البضـاعة فـي أي وقـت؛ لأن ذلـك يتوقـف على العرض والطلب، وظروف المنافسة بالسوق، بالإضافة إلى رغبة المستهلك في الشراء، فإذا قامت الشركة بعـرض البضاعة للبيع لتجار الجملة والتجزئة بـدون وجـود طلـب عليها، فإن أسعارها ستنخفض وتتحمـل الشـركة خسـائر جسيمة.

نسبة التداول السريعة =	الأصول المتداولة – المخزون / الخصوم المتداولة

= (١٥,٠٠٠,٠٠٠ – ٩,٠٠٠,٠٠٠) / ٥,٠٠٠,٠٠٠ = ١,٢ مرّة

وتعني هذه النسبة أن كل ١,٢ جنيه من الأصـول التـي يسهل تحويلها إلى نقدية تغطي جنيها من الالتزامات قصيرة الأجل، وتعطي نسبة التداول السريعة مؤشرا أفضل للحكـم على قدرة الأصول السائلة على سداد الالتزامـات قصـيرة الأجل دون إعسار أو توقف عن السداد، ويجـب أن تقـارن هذه النسبة دائما بمتوسط الصناعة، ويفضل أن تزيـد هـذه النسبة عن ١: ١، بالإضافة إلى دراسة تطوُّر سـلوك هـذه النسبة خلال سلسلة زمنية.

٣- نسبة صافي رأس المال العامل إلى المبيعات:

تُستخدَم نسبة صافي رأس المال العامل إلـى المبيعـات؛ وذلك لقياس قدرة الشركة على مقابلة الالتزامـات قصـيرة الأجل، يتمُ حساب هذه النسبة بقسـمة صـافي رأس المـال العامــل (الأصــول المتداولــة – الخصــوم المتداولــة) على المبيعات.

نسبة صافي رأس المال العامل إلى المبيعات =	صافي رأس المال العامل / المبيعات	× ١٠٠

$$= \frac{١٥,٠٠٠,٠٠٠ - ٥,٠٠٠,٠٠٠}{٥٠,٠٠٠,٠٠٠} \times ١٠٠ = ٢٠\%$$

هذه النسبة تعني أن كل جنيـه مبيعـات يـتمُ تدعيمـه بـ ٢٠ قرشًا من صافي رأس المال العامل.

وفي الحقيقة فإن هذه النسبة تعبر عن الحمايـة المتاحـة لمقابلة الالتزامات قصيرة الأجل بالنسـبة للمبيعـات. فـإذا افترضنا أن الشركة (أ) والشركة (ب) لـديهما نفـس رأس المال العامل ولكن مبيعات الشركة (أ) ١,٠٠٠,٠٠٠ جنيـه

بينما مبيعات الشركة (ب) ٢,٠٠٠,٠٠٠ جنيـه، وبفـرض تساوي دورة التشغيل لكلا الشركتين فإن الشركة التي لـديها مبيعات أفضل لديها أموال تنشأ عن الاستثمار في رأس المال العامل بصورة أفضل؛ وبالتالي فالشركة التي لديها مبيعـات أكثر تحتاج إلى حماية أفضل من رأس المال العامل خاصـة في حالة حدوث اختلال في دورة التشـغيل مثـل إضـراب العاملين، أو حدوث تأخير غير متوقع فـي تحصـيل أوراق القبض أو المبيعات الآجلة.

إذن فكلما زادت دورة التشغيل كلما احتجنا إلـى حمايـة أكبر من صافي رأس المال العامـل عنـد مسـتوى معـين من المبيعات.

ملخص لأهم مؤشـرات السـيولة للشـركة المصـرية للبلاستيك:

متوسط فترة المخزون	= ١٠١ يوم
متوسط فترة التحصيل	= ٢٢٠ يوما
دورة التشغيل	= ١٢٣ يوما
متوسط فترة المشتريات	= ٣٣ يوما
صافي فترة التشغيل	= ٩٠ يوما

نسبة التداول	= ٣ مرَة
نسبة التداول السريعة	= ١,٢ مرَة
نسبة صافي رأس المال إلى المبيعات	= ٢٠٪

تقرير عن قدرة الشركة المصرية للبلاستيك على الوفـاء بالالتزامات قصيرة الأجل:

- يتصف المخزون بسيولة منخفضة بالمقارنة بـأوراق القبض؛ حيث نجـد أن متوسـط فتـرة الاحتفـاظ بالمخزون ١٠١ يوم، بينما متوسط فترة التحصـيل ٢٢ يوما فقط.
- تشير نسبة التداول إلى أن الأصول المتداولة أعلـى من احتياجات الشركة لمقابلـة الخصـوم المتداولـة خلال العام.
- تشير نسبة التداول السريعة إلى أن الأصول المتداولة (بدون المخزون) لها قدرة على الوفاء بالالتزامـات قصيرة الأجل.
- صافي رأس المال العامـل كحمايـة للاسـتثمارات في المبيعات يمثل ٠,٢ جنيه.

ويجب أن ننتبه إلى أن نسب السيولة السـابقة لا تعطينـا بيانات تفصيلية عن جودة أوراق القبض من حيث احتمالات التحصيل أو التأخر في السداد ولكـن فقـط متوسـط فتـرة التحصيل ٢٢ يوما بالإضافة إلـى عـدم تـوافر معلومـات عن الديون المتوقعة.

٤- مؤشرات الربحية:

إن ربحية أي شركة عبارة عن المحصلة النهائية للعديـد من القرارات والسياسات الداخلية، تساعد مؤشرات الربحيـة في التعرُف على مدى قدرة الشركة علـى توليـد الأربـاح من الأموال المستثمرة في الأصول المختلفة، ولنسب الربحية اهتمام خاص لأصحاب الشركة والمساهمين والبنـوك التـي تمنح الشركة قروضا، وكذلك للمستثمرين في الأوراق المالية في بورصة الأوراق المالية.

وسنناقش فيما يلي أهم نسب الربحية التالية:

١- هامش مجمل الربح Gross Profit Margin Ratio

٢- هامش ربح العمليـات Operating Profit Margin Ratio

٣- هامش صافي الأرباح Net Profit Margin

٤- معدّل العائد على الاستثمار أو الأصـول Return on Assets (ROA)

٥- معدّل العائد على حق الملكيـة Return on Equity (ROE)

١- هامش مجمل الربح للمبيعات

يتمُّ حساب نسبة هامش مجمل الربح للمبيعـات؛ وذلـك بقسمة مجمل الربح على صافي المبيعات.

$$\text{هامش مجمل الربح للمبيعات} = \frac{\text{مجمل الربح}}{\text{المبيعات السنوية}} \times ١٠٠$$

$$= \frac{\text{صافي المبيعات} - \text{تكلفة البضاعة المباعة}}{\text{صافي المبيعات}} \times ١٠٠$$

يفيد هذا المؤشر في قياس إجمالي الربح المتحقق من كل جنيه يدخل للشركة في صورة مبيعات، وذلك بعد اسـتقطاع مصاريف الإنتاج، ويطلق أيضا على هـذه النسـبة ربحيـة الجنيه مبيعات.

$$= \frac{٥٠,٠٠٠,٠٠٠ - ٣٢,٥٠٠,٠٠٠}{٥,٠٠٠,٠٠٠} \times ١٠٠ = ٣٥\%$$

وتعني هذه النسبة أن الشركة المصرية للبلاستيك تحقـق ٣٥ قرشًا صافي مجمل ربح عن كل جنيه تحصله في صورة مبيعات، وبالنظر إلى بنود البسط والمقام في المعادلة السابقة نستطيع أن نحدد أن ربحية الجنيه مبيعات تتـأثر بالعوامـل التالية:

١- التغيرات التي تحدث في حجم المبيعات (بالطبع هذا يؤثر على تكلفة البضاعة المباعة، وعلى إيـرادات المبيعات).

٢- التغيرات في أسعار السلع والخدمات التـي تقـدمها الشركة، والتي تُعتبـرُ المكـون الأساسـي لحجـم المبيعات، وهـذه إحـدى المشـاكل التـي تعـاني منها مشروعات قطاع الأعمال؛ حيث مازال هنـاك تعليمات بعدم تحريـك الأسـعار لـبعض السـلع الاستراتيجية من قِبل الدولة.

٣- التغيرات التي تحدث في تكلفة الإنتاج أو تكلفة شراء السلع والخدمات؛ ومن ثَمّ تؤثر على تكلفة البضاعة، وهـذه إحـدى المشـاكل الأخـرى التـي تـؤثر على شركات قطاع الأعمال، وخاصة عندما تعتمـد

العديد من الشركات على المواد الخـام المسـتوردة من الخارج، والتي تتأثر بأسعار السـوق العالميـة، وبمخاطر أسعار الصـرف، والزيـادة المسـتمرة في الأسعار بينما يصعب تحريـك أسـعار البيـع مع معدَّلات الزيادة في أسعار المواد.

وبالتالي تنفرد أو تجتمع العوامل السابقة في التأثير السلبي أو الإيجابي على تكلفة إنتاج السلع والخدمات؛ ومن ثَمَّ زيادة ربحية الجنيه مبيعات أو انخفاض هـذه النسـبة مـن سـنة إلى أخرى، ومن المهم جدا تحليل تطوُّر هذه النسبة خـلال عدَّة سنوات، وملاحظة اتجاه النسبة للارتفاع أو الانخفـاض بالإضافة إلى مقارنة هذه النسبة مع متوسط الصناعة، ونسب الشركات المنافسة؛ لتقييم كفاءة وربحيـة الشـركة بالنسـبة للقطاع.

٢- نسبة هامش ربح العمليات:

يتكوَّن بسط نسبة هامش ربح العمليات من صافي الأرباح قبل خصم الفوائد والضرائب مقسوما على صافي المبيعات.

$$\text{هامش ربح العمليات} = \frac{\text{صافي الأرباح قبل الفوائد والضرائب}}{\text{صافي المبيعات}} \times ١٠٠$$

$$= \frac{\text{المبيعات – تكلفة البضاعة المباعة – مصاريف التشغيل}}{\text{المبيعات}}$$

هامش ربح العمليات للشركة المصرية للبلاستيك =

$$= \frac{١٠,٠٠٠,٠٠٠}{٥٠,٠٠٠,٠٠٠} = ٢٠٪$$

تشير النسبة السابقة إلى أن كل جنيه إيـرادات للشـركة من المبيعات يحقق صافي أرباح قبـل الفوائـد والضـرائب بمقدار ٢٠ قرشًا، ويؤثر في هذه النسبة نفس العوامل التـي سبق ذكرها عن نسبة هـامش مجمـل الـربح، بالإضـافة إلى العوامل الأخرى التي تؤثر على بنود مصاريف التشغيل.

إن الفرق بين نسبة هامش مجمل الربح أو نسبة هامش ربح العمليات هو الإيرادات أو المصروفات الأخرى مثل:

- مصاريف الإيجارات أو تأخير المعدات.
- إيرادات متنوعة مثل بيع بلاستيك خـردة أو إنتـاج عادم أو إيرادات أوراق مالية.
- مصاريف التسويق والإعلان.

- الديون المعدومة نتيجة البيع الآجل.

معظم المصروفات السابقة ترتبط بطريق غير مباشر بعملية البيع ولكنها لا تدخل مباشرة عند حساب تكلفة البضاعة المباعة. لاحظ أن نسبة مجمل الربح ونسبة هامش ربح العمليات تهتمُ بالعمليات والتشغيل ولكنها لا تهتمُ بكيفية تمويل هذه العمليات.

٣- نسبة هامش صافي الأرباح:

حتى نستطيع أن نقيم قرارات التشغيل أو العمليات وقرارات التمويل فإننا في حاجة إلى حساب نسبة صافي الأرباح إلى المبيعات التي تُحسبُ على أساس قسمة صافي الأرباح بعد الفوائد والضرائب على صافي المبيعات على النحو التالي:

نسبة هامش صافي الأرباح = (صافي الأرباح بعد الفوائد والضرائب ÷ صافي المبيعات) × ١٠٠

= ((المبيعات – تكلفة البضاعة المباعة – مصاريف التشغيل – الفوائد – الضرائب) ÷ صافي المبيعات) × ١٠٠

نسبة هامش صافي الأرباح للشركة المصرية للبلاستيك:

= $\frac{٦,٠٠٠,٠٠٠}{٥٠,٠٠٠,٠٠٠}$	= ١٢٪	متوسط الصناعة ١٤٪

هذه النسبة تشير إلى صافي الأرباح التي وفرها كل جنيه مبيعات للشركة بعد خصم جميع المصروفات والإيرادات الخاصة بالمبيعات والعمليات والتحويل. ففي حالة الشركة المصرية للبلاستيك فإن كل جنيه إيرادات يوفر صافي أرباح حوالي ١٢ قرشًا، ولكن بالمقارنة بنسبة القطاع فهذه النسبة منخفضة بنسبة ٢٪؛ وهذا يعني أن هناك مشكلة في تمويل العمليات أو توفير إيرادات أخرى بصورة أفضل لتعويض النقص في الإيرادات أو الربحية عن القطاع.

٤- معدل العائد على الاستثمار (الأصول):

Return on Total Assets (ROA)

يتمُّ حساب معدَّل العائد على الاستثمار أو الأصول؛ وذلك بقسمة رقم صافي الأرباح بعد الفوائد والضرائب على إجمالي الأصول.

$$\text{معدّل العائد على الأصول} = \frac{\text{صافي الأرباح بعد الضرائب والفوائد}}{\text{إجمالي الأصول}} \times ١٠٠$$

$$= \frac{٦,٠٠٠,٠٠٠}{٥٥,٠٠٠,٠٠٠} \times ١٠٠ = ١٠,٩١٪$$

متوسط الصناعة ١٢٪

إن نسبة معدّل العائد على الأصول للشـركة المصـرية للبلاستيك تساوي ١٠,٩١٪، وهي أقل من متوسط الصناعة؛ ولذلك يتطلب الأمر الاهتمام بزيادة العناصر التـي تسـاعد على زيادة ربحية الشركة أمام الشركات المنافسة.

ويمكن أيضا قياس معدّل العائد على الأصول عن طريق قسمة صافي الأرباح قبل الفوائد والضرائب علـى إجمـالي الأصول على النحو التالي:

$$\text{معدّل العائد على الأصول} = \frac{\text{صافي الأرباح قبل الفوائد والضرائب}}{\text{إجمالي الأصول}} \times ١٠٠$$

$$\frac{١٠٠٠٠٠٠٠}{٥٥٠٠٠٠٠٠} = ١٨,١٨٪$$

والسبب الأساسي في استخدام في استخدام المعادلة الثانية هو توضيح تأثير إنتاجية الأصول على توليد الأرباح قبل خصم الفوائد والضرائب، ولكن مشاكل تمويل الشركة وارتفاع تكلفة الحصول على الأموال عن طريق الاقتراض تظهر بوضوح بعد حساب معدَل العائد على الأصول على أساس صافي الأرباح بعد الفوائد والضرائب.

ودعنا نوضح المثال التالي:

	الشركة (أ)	الشركة (ب)
إجمالي الأصول	١٠٠٠٠٠	١٥٠٠٠٠٠٠٠
الأرباح قبل الفوائد	١٠٠٠٠٠٠	١٥٠٠٠٠٠٠
معدل العائد على أساس أرباح قبل الفوائد	١٠٪	١٠٪
الفوائد المدفوعة	٣,٠٠٠,٠٠٠	٨,٠٠٠,٠٠٠
الأرباح بعد الفوائد	٧,٠٠٠,٠٠٠	٧,٠٠٠,٠٠٠
معدَل العائد على أساس الأرباح بعد الفوائد	٧٪	٤,٧٪

لاحظ من المثال السابق تأثير ارتفـاع تكلفـة التمويـل عـن طريـق الاقتـراض علـى الشـركة (ب) ممـا أدَّى إلى انخفاض معدَّل العائد على الأصول بعد خصم الفوائد.

وبالتالي نجد أن المؤشـرين السـابقين قـد يسـتخدمان في عملية التحليل حسب الهدف من التحليـل؛ فـإذا أردنـا أن نحسب العائد الإجمالي للشركة مـن الأمـوال المملوكـة والمقترضة نستخدم في البسط صافي الأرباح بعـد الفوائـد والضرائب.

أما إذا كنا من حملة الأسهم فقد نهـتمُّ بالعائـد المتحقـق على استثمارات أصحاب الشركة؛ ومن ثَمَّ نستخدم في البسط صافي الأرباح قبل الفوائد والضرائب.

٥- معدل العائد على حق الملكية

Return on Equity (RoE)

يشير هذا المؤشر إلى معدَّل العائد الصافي الـذي تحقـق لأصحاب الشركة أو الملاك كمحصلة نهائيـة لاسـتثماراتهم داخل الشركة، يتمُّ حساب هذا المؤشر وذلك بقسمة صـافي الأرباح بعد الفوائد والضرائب على حقوق الملكية.

$$\text{معدّل العائد على حق الملكية} = \frac{\text{صافي الأرباح قبل الفوائد والضرائب}}{\text{حق الملكية}} \times ١٠٠$$

$$= \frac{٦,٠٠٠,٠٠٠}{٣,٠٠٠,٠٠٠} \times ١٠٠ = ٢٠\%$$

يلاحظ من النتيجة السابقة أن الشركة تحقق معدّل عائد على حق الملكية قدره حوالي ٢٠٪، فإذا كان متوسط معدل الصناعة ١٨٪؛ فمعنى ذلك أن الشركة قد نجحت في تحقيق معدّل عائد أعلى من متوسط الصناعة بالرغم من انخفاض معدّل العائد على الاستثمار، وقد يكون السبب ارتفاع نسبة تمويل الشركة عن طريق الأموال المقترضة.

ولأن العديد من الشركات يتمُّ تمويلها عن طريق الأسهم العادية والأسهم الممتازة، فبالتركيز في معادلة العائد على حق الملكية، على حملة الأسهم العادية فقط يمكننا أن نحسب معدّل العائد على حق الملكية من الأسهم العادية على النحو التالي:

$$\text{معدّل العائد على حق الملكية} = \frac{\text{صافي الأرباح قبل الفوائد والضرائب}}{\text{حق الملكية لحملة الأسهم العادية}} \times ١٠٠$$

$$= \frac{٥,٥٠٠,٠٠٠}{٢٦,٠٠٠,٠٠٠} \times ١٠٠ = ٢١,١٥٪$$

والسبب في حساب معادلة معدّل العائد على حق الملكية للأسهم العادية أن معادلة العائد على حق الملكية تتضمن الأرباح الخاصة بحملة الأسهم بالإضافة لأرباح حملة الأسهم الممتازة، ولكن إذا اعتبرنا أن حملة الأسهم العادية يحصلون على معدّل عائد ثابت قدره ١٢,٥٪ فإن معدّل العائد لحملة الأسهم العادية غير ثابت؛ لذلك يفضل عند حساب معدل العائد على حق الملكية أن نأخذ في الاعتبار المتوسط المرجح للعائد (العائد لحملة الأسهم الممتازة الثابت ١٢,٥٪ + عائد حملة الأسهم العادية ٢١,١٥٪). والوزن المرجح هو عبارة عن نسبة كل من الأسهم العادية والأسهم الممتازة إلى إجمالي حق الملكية بالشكل التالي:

معدّل العائد على حق الملكية المرجح=
(نسبة الأسهم الممتازة إلى حق الملكية × معدّل العائد على الأسهم الممتازة) + (نسبة الأسهم العادية إلى حق

الملكية × معدَّل العائد على الأسهم العادية)

$$= (\frac{٤,٠٠٠,٠٠}{٣٠,٠٠٠,٠٠٠} \times ١٢,٥٪) + (\frac{٢٦,٠٠٠,٠٠٠}{٣,٠٠٠,٠٠٠} \times ٢١,١٥٪)$$

= (٠,١٣٣٢ × ٠,١٢٥) + (٠,٨٦٦٧ × ٠,١٢١٥)

= ٠,٠١٦٧ + ٠,١٨٣٣ = ٢٠٪

وهي أول نسبة تمَّ حسابها علـى أسـاس معـدَّل العائـد على حق الملكية.

ملخص لأهم مؤشـرات الربحيـة للشـركة المصـرية للبلاستيك:

١- هامش مجمل الربح للمبيعات ٣٥٪.

٢- هامش ربح العمليات ٢٠٪.

٣- هامش صافي الأرباح ١٢٪ القطاع (١٤٪)

٤- معدَّل العائد على الأصول بعد الفوائـد والضـرائب ١٠,٩١٪ القطاع (١٢٪).

٥- معدَّل العائد على الأصول قبل الفوائد والضـرائب ١٨,١٨٪.

٦- معدَّل العائد على حق الملكية ١٠٪ القطاع (١٨٪).

النسب السابقة تعبر عـن ربحيـة الشـركة المصـرية للبلاستيك خلال عام واحد سابق بالنسبة للمبيعـات، ولكـن أهمية حساب هذه النسب في عملية تحليل حساسية الأربـاح للتغيرات التي يمكن أن تحدث في أسعار السـلع والخـدمات وبالإضافة إلى التغير في حجم المبيعات.

ولتوضيح أهمية هذه المشكلة سـنعطي المثـال التـالي عن الشركة الشرقية للدخان التي تُعتبرُ المنتج الوحيد لصناعة السجائر والدخان في مصر.

تعتمد الشركة أساسا على استيراد المواد الخـام خاصـة الدخان الخام من الخارج، بالإضافة إلى العديد من المكونات الأساسية لصناعة السيجارة مثل الفلتـر، وورق السـجائر، ومواد اللصق، وترتفع أسعار هذه المواد الخـام المسـتوردة دائما بصورة تدريجية وتستورد بالدولار من الخارج، بينمـا أسعار السجائر التي تباع داخل السوق المصـري مسـعرة من قِبل الدولة، ولم تتحرَك الأسعار لمدَة طويلة والإيـرادات بالجنيه المصري؛ طبعا يؤدي هذا إلى تغير سلبي للإيرادات، ومع انخفاض معدَلات اسـتهلاك السـجائر محليـا نتوقـع

انخفاض الإيرادات؛ ومن ثَمّ انخفاض أرباح الشركة وسـهم الشركة بالسوق.

أما بالنسبة لمعدّلات العائد على حق الملكية والاسـتثمار للشركة المصرية للبلاستيك فهي أقل من المعدّلات النمطيـة للقطاع، وهذه مشكلة تحدُّ من قدرة الشركة على المنافسـة، وستؤثر بالسالب على سهم الشركة بالسوق، ويجب إجـراء دراسة تحليلية تفصيلية لأسباب هذا الانخفاض؛ حتى نـدعم موقف سهم الشركة بالسوق.

ثالثًا: المؤشرات الخاصة بنشاط الشركة:

تقيس نسب النشاط كفاءة اسـتخدام الأصـول الخاصـة بالشركة وخاصة في توليد إيرادات المبيعات كأحد المصادر الأساسية لإيرادات الشركة، وتستخدم هذه النسب؛ وذلك لتقييم المنافع التي تمَّ إنتاجهـا باسـتخدام هـذه الأصـول مثـل: المخزون، وأوراق القبض، وإجمالي أصول الشركة. سنتناول بالتوضيح أهم أنواع نسب النشاط التالية:-

١- معدل دوران المخـزون Inventory Turnover ratio

٢- معدّل دوران أوراق القبض (المدينون) Accounts Receivable Turnover

٣- معـدّل دوران الأصـول الثابتـة Fixed Assets Turnover

٤- معدّل دوران إجمـالي الأصـول Total Assets Turnover

١ - معدل دوران المخزون

يقيس معدّل دوران المخزون كفاءة الشركة في اسـتخدام حسابات المخزون لتوليد السلع والخدمات المباعة، يتمُّ حساب معدّل دوران المخزون؛ وذلك بقسمة تكلفة البضاعة المباعة على رصيد حساب المخزون.

$$\text{معدّل دوران المخزون} = \frac{\text{تكلفة البضاعة المباعة}}{\text{المخزون}} \times ١٠٠$$

$$= \frac{٣٢,٥٠٠,٠٠٠}{٩,٠٠٠,٠٠٠} = ٣,٦ \text{ مرّة}$$

يوضح هذا المؤشر أن الشركة المصرية للبلاستيك تقـوم بتدوير المخزون بمعدّل ٣,٦ مرة سنويا؛ أي إنه في المتوسط

تمَ استثمار النقدية في المخزون ممثلاً في البضائع والخدمات التي تقدمها الشركة، وهذه البضاعة والخدمات تباع ٣,٦ مرَة خلال السنة، وإذا قمنا بمراجعة متوسـط احتفـاظ الشـركة بالمخزون (١٠١ يوم سنويا) وقمنا بقسمة عدد أيـام العمـل سنويا على متوسط أيام الاحتفـاظ بـالمخزون (٣٦٥/١٠١) لحصلنا على دورة المخزون بمعدَل ٣,٦ مرَة خلال السنة.

ويمكن أيضا استخدام أرقام متوسط المخـزون إذا كانـت متاحة لحساب معدَل دوران المخزون.

$$\text{متوسط المخزون} = \frac{\text{بضاعة أول المدَة} + \text{بضاعة آخر المدَة}}{٢} \times ١٠٠$$

٢- معدل دوران أوراق القبض (المدينون)

تهدف هذه النسـبة إلـى تقيـيم قـدرة إدارة المشـروع على إدارة أوراق القبض أو المبيعات الآجلة؛ وبالتالي نظـام الائتمان التجاري الممنوح للعملاء، ومن خلالهـا نسـتطيع أن نحكم على كفاءة الشركة في التوسع في الائتمان للعملاء. وبالطبع فإن التوسع في الائتمان يكون على حسـاب خطـر الائتمان (احتمال عدم سداد بعض العملاء للمديونية)، وتقيس

أيضا هذه النسبة جودة الشركة في عملية تحصيل المبيعات الآجلة من العملاء.

ويتمُّ حساب معدَّل دوران أوراق القبض؛ وذلك بقسمة صافي حسابات المبيعات الآجلة على رصيد حسابات أوراق القبض.

معدَّل دوران أوراق القبض =	صافي المبيعات الآجلة / أوراق القبض (المدينون)

ويفرض أن صافي المبيعات للشركة المصرية للبلاستيك عبارة عن مبيعات آجلة خلال عام ١٩٩٥

معدَّل دوران أوراق القبض=	٥,٠٠٠,٠٠٠ / ٣,٠٠٠,٠٠٠	= ١٦,٧ مرَّة

ويبدو أن الشركة في المتوسط تقوم بتدبير أوراق القبض أو حسابات المبيعات الآجلة خلال الدورة التي تبدأ من البيع الآجل، وتنتهي بتحصيل قيمة هذه المبيعات الآجلة، ومرَّة

أخرى هناك تقريبا ١٧ دورة للبيع الآجل وتحصيل للمبيعات الآجلة.

وتتفق أرقام معدَل دوران أوراق القبض مع معـدَل أيـام منح الائتمان بالشركة والتي سبق حسابها مـن قبـل لعـام ١٩٩٥ (٢٢ يوما)؛ حيث إن أوراق القبض تدور ١٧ مـرَة خلال العام ومتوسـط عـدد أيـام البيـع الآجـل تسـاوي (١٧/٣٦٥) = ٢٢ يوما تقريبا.

٣- معدل دوران الأصول الثابتة:

يقيس مؤشر معدَل دوران الأصول الثابتة قدرة الأصـول الثابتة على إنتاج وتوليد إيرادات صافية في صورة مبيعات، ويتمُ حساب هذا المؤشر؛ وذلك بقسـمة صـافي إيـرادات المبيعات على صافي الأصول الثابتـة بعـد خصـم قسـط الإهلاك.

$$\text{معدَل دوران الأصول الثابتة} = \frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{صافي الأصول الثابتة}}$$

=	$\frac{50,000,000}{35,000,000}$	= ١,٤ مرَّة

وهذا يعني أن كل جنيه مستثمر فـي الأصـول الثابتـة للشركة المصرية للبلاستيك يساهم في توفير مبيعات قـدرها ١,٣ جنيه، وبالطبع من الصعب الحكم على قوة أو ضـعف هذا المعدَل بدون مقارنته بمتوسط الصناعة أو بتطوُر هـذه النسبة عبر عدَة سنوات ماضية.

٤- معدل دوران إجمالي الأصول:

معدَلات الدوران السـابقة (أوراق القـبض، المخـزون والأصول الثابتة) تعكس المزايا التي حصلت عليها الشـركة من استخدام أصل معين، وحتى نستطيع أن نلقي نظرة عامة على إنتاجية الشركة، يفضل أن نستخدم معدَل دوران إجمالي الأصول أو معدَل الإدارة الكلية للأصول حسب مـا يطلـقُ عليه البعض Overall Asset Management، حيث يـتمُ حسابه عن طريق قسمة صـافي المبيعـات خـلال الفتـرة على إجمالي الأصول التي ساهمت في إنتاج هذه المبيعات.

ويعطي هذا المؤشر فكرة عن عدد المرَات خـلال العـام التي ساهمت أصول الشركة في إنتـاج أو توليـد إيـرادات المبيعات.

$$\text{معدَل دوران إجمالي الأصول} = \frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

معـدَل دوران إجمـالي الأصـول للشـركة المصـرية للبلاستيك:

$$= \frac{٥٠,٠٠٠,٠٠٠}{٥٥,٠٠٠,٠٠٠} = ٠,٩١ \text{ مرَة}$$

وهذا المؤشر يعني أن كل جنيه مسـتثمر فـي إجمـالي الأصول بالشركة المصرية للبلاستيك خـلال عـام ١٩٩٥ استطاع أن يوفر ٩١ قرشًا إيرادات مبيعـات، أو بصـورة أخرى أن معدَل دوران الأصول لشـركة البلاسـتيك كـان تقريبا واحد صحيح خلال عام ١٩٩٥.

ويجب أن نلاحظ أن رقـم إجمـالي الأصـول يتضـمن الأصول الثابتة والمتداولة، وكذلك الأصول الثابتة على أساس أنها الأصول المنتجة للشركة كمؤشر للنشاط.

ملخص لأهـم مؤشـرات النشـاط للشـركة المصـرية للبلاستيك:

١- معدّل دوران المخزون = ٣,٦ مرّة.

٢- معدّل دوران أوراق القبض (المدينون) = ١٦,٧ مرّة

٣- معدّل دوران الأصول الثابتة = ١,٤ مرّة

٤- معدّل دوران إجمالي الأصول = ٠,٩١ مرّة

من النسب السابقة نستطيع أن نسـتنتج مـا يلي:-

- إن حركة المخزون للشركة تقريبا (الداخل والخارج) حوالي ٤ مرّات سنويا كما يتضح من معـدّل دوران المخزون.
- متوسط فترة تحصيل المبيعات الآجلة ٢٢ يوما بعـد عملية البيع؛ وهذا يعني أن معـدّل التـدفق الـداخل والخارج لأوراق القبض حوالي ١٧ مرّة خلال العام كما يظهر من معدّل دوران أوراق القبض.

وبالرغم من النتائج التي توصلنا إليها نلاحظ أن النسـب السابقة لا تفصح لنا عن المبيعات الآجلة التي لم تتم بسـبب سياسة الائتمان التي تتبعها الشركة، وأيضا لا نستطيع تحديد حجم وقيمة المبيعات الآجلة التي لم يتم تحصيلها في مواعيد الاستحقاق، لاحظ أيضا أننا لا نستطيع أن نحدد أفضل أنواع بنود الأصول التي ساهمت في زيادة مبيعات للشركة.

رابعا: النسب الخاصة بهيكل التمويل:

يهتمُ هذا الجزء من الفصل بدراسـة وتحليـل مصـادر الحصول على الأموال (سواء عـن طريـق حـق الملكيـة أو الاقتراض) والتي تُستخدَم في تمويل الأصول، يهتمُ محلل الائتمان بمصادر التمويل عن طريق الاقتراض لاقتران ذلك بخطر عدم السداد بالنسبة للفوائد المستحقة أو أصـل الـدين حسب الاتفاق الذي تمَ مع الدائنين (البنك أو الموردين).

وعلى الجانب الآخر فإن تمويل الشركة عن طريق حـق الملكية (إصدار الأسهم) لا ينتج عنه التـزام مباشـر أمـام المساهمين بدفع مبلغ معين في موعـد معـين؛ وذلـك لأن توزيعات الأرباح النقدية أو الأسـهم المجانيـة تـتمُ بنـاء

على توصيات مجلس الإدارة، وموافقة الجمعيـة العموميـة للمساهمين.

ولذلك يقع عبء على المدير المالي؛ وذلك لتحديد المزيج الأفضل للحصول على المصادر المناسبة لتمويل الأصـول سواء عن طريق الاقتراض أو عن طريق الملكية، ويواجـه المدير المالي نوعين من الأخطار: خطر النشـاط الخـاص بنوعية نشاط المشروع أو الشركة، بالإضافة إلـى الخطـر المالي الذي يعبر عـن إلـى أي مـدى يسـتخدم التمويـل بالاقتراض بالنسبة إلى التمويل عن طريق حق الملكية.

وسنتناول بالشرح أهم نسب هيكل التمويل التالية:

١- نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول
Total Debt to Assets Ratio

٢- نسبة إجمالي الديون إلى حق الملكية
Total Debt to Equity Ratio

٣- نسبة إجمالي الديون طويلة الأجـل إلـى مصـادر التمويل طويلة الأجل
Debt to Total Capitalization ratio

٤- معدّل تغطية الفوائد Interest Coverage ratio

٥- معدّل تغطية الأعباء الثابتة

Fixed charge coverage ratio

١- نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول:

تساعد هذه النسبة على تحديد نسبة الأصـول التـي تـمَ تمويلها عن طريق الديون، يتمُ حساب هذه النسـبة بقسـمة إجمالي الخصـوم المتداولـة والقـروض طويلـة الأجـل على إجمالي الأصول.

$$\text{نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول} = \frac{\text{إجمالي الديون}}{\text{إجمالي الأصول}} \times ١٠٠$$

$$\text{إجمالي الديون لإجمالي الأصول} = \frac{٢٥,٠٠٠,٠٠٠}{٥٥,٠٠٠,٠٠٠} \times ١٠٠ = ٤٥,٥\%$$

متوسط الصناعة ٤٠٪.

تشير النسبة السابقة إلى أن حـوالي ٤٥٪ مـن أصـول الشركة المصرية للبلاستيك تُموَل عن طريق الديون، ويبـدو أن هذه النسبة أعلى من متوسط الصـناعة؛ ولـذلك فهنـاك خطورة مالية تعاني منها هذه الشركة، وقـد يضـعف ذلـك من مركزها المالي خاصة أمام الدائنين والموردين والبنوك.

٢- نسبة إجمالي القروض طويلة الأجل إلـى حـق الملكية:

يمكن أيضا أن ننظر إلى الخطر المالي الذي يواجه المدير المالي من وجهة نظر تأثير استخدام القروض على التمويـل عن طريق حق الملكية، ويتمُ حساب نسبة إجمالي القـروض إلى حق الملكية بقسمة الديون طويلة الأجـل علـى القيمـة الدفترية لحقوق المساهمين.

نسبة إجمالي القروض طويلة الأجل إلى حق الملكية =	القروض طويلة الأجل / القيمة الدفترية لحقوق المساهمين	× ١٠٠

= ٢٠,٠٠٠,٠٠٠ / ٣٠,٠٠٠,٠٠٠ × ١٠٠ = ٦٦,٧٪

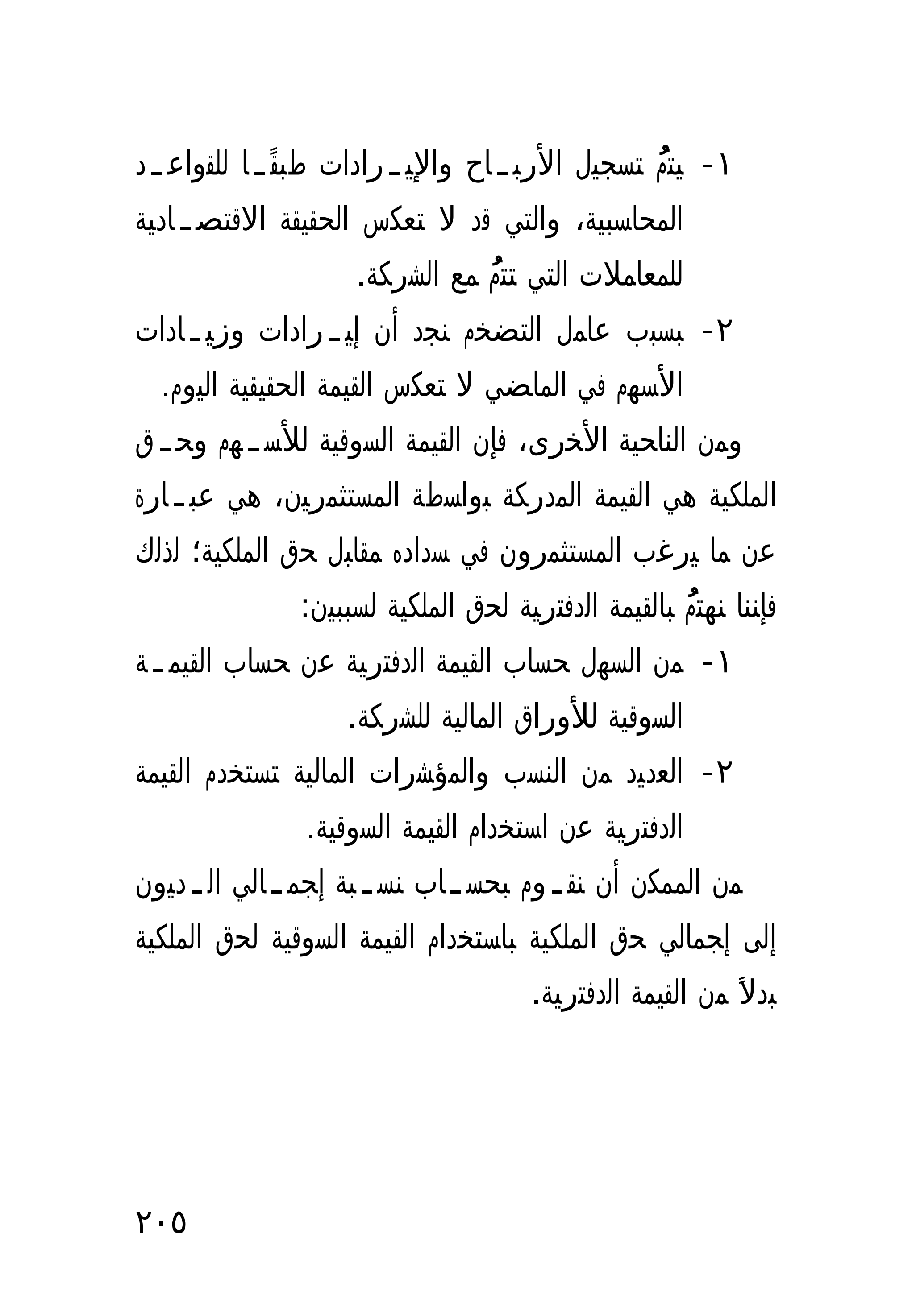
متوسط الصناعة ٧٠٪.

تعني النسبة السابقة أن كل جنيه مصـدر مـن مصـادر التمويل عن طريق حق الملكية تستخدم الشـركة المصـرية للبلاستيك مقابله ٦٦,٧ قرش في صورة ديون طويلة الأجل، ولكن يلاحظ أن النسبة منخفضة عـن متوسـط الصـناعة،

وأيضا بصفة عامة قدرة الشركة على تغطيـة الالتزامـات طويلة الأجل عن طريق حق الملكية مرتفعة.

ولكن من المشاكل التي تقابـل المحلـل المـالي مشـكلة استخدام القيمة الدفترية للأسهم عند تحديد قيمة حق الملكيـة، وعند حساب نسبة القروض إلـى حـق الملكيـة؛ والسـبب في ذلك أنه لا يوجد علاقة بين القيمة الدفترية للسهم وبـين القيمة السوقية، ولإيضاح هذه النقطة دعنا ننظر إلى القيمـة الدفترية لسهم شـركة السـويس للأسـمنت (٤ جنيهـات) فقد أُنشِأت الشركة منذ حوالي ٢٠ عاما، بينما القيمة السوقية للسهم في المتوسط ٤١ جنيها خلال شهر يوليو ١٩٩٦.

وبفرض أن الشركة حاليا لديها ٥٠ مليون سهم فإن القيمة الدفترية للأسهم تساوي ٢٠٠ مليون جنيـه، بينمـا القيمـة السوقية للأسهم تساوي ٢٠٥٠ مليون جنيه؛ ولذلك فإن القيمة الدفترية تقل عن قيمة أسهم الشركة بحوالي ١٨٥٠ مليـون جنيه؛ ولذلك فإن القيمة الدفترية للسـهم تقلـل مـن القيمـة الحقيقية لحقوق الملاك، وبصفة عامة يمكن القول إن القيمـة الدفترية للسهم أو حق الملكيـة لا تعطـي صـورة حقيقيـة لاستثمارات حملة الأسهم بالشركة للأسباب التالية:-



١- يتمُ تسجيل الأرباح والإيرادات طبقًا للقواعد المحاسبية، والتي قد لا تعكس الحقيقة الاقتصادية للمعاملات التي تتمُ مع الشركة.

٢- بسبب عامل التضخم نجد أن إيرادات وزيادات الأسهم في الماضي لا تعكس القيمة الحقيقية اليوم.

ومن الناحية الأخرى، فإن القيمة السوقية للأسهم وحق الملكية هي القيمة المدركة بواسطة المستثمرين، هي عبارة عن ما يرغب المستثمرون في سداده مقابل حق الملكية؛ لذلك فإننا نهتمُ بالقيمة الدفترية لحق الملكية لسببين:

١- من السهل حساب القيمة الدفترية عن حساب القيمة السوقية للأوراق المالية للشركة.

٢- العديد من النسب والمؤشرات المالية تستخدم القيمة الدفترية عن استخدام القيمة السوقية.

من الممكن أن نقوم بحساب نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي حق الملكية باستخدام القيمة السوقية لحق الملكية بدلاً من القيمة الدفترية.

نسبة الديون طويلة الأجل إلى القيمة السوقية لحق الملكية

$$= \frac{\text{الديون طويلة الأجل}}{\text{القيمة السوقية لحق الملكية}} \times ١٠٠$$

وبما أن الشركة المصرية للبلاستيك لديها أسهم ممتـازة وأسهم عادية؛ لذلك يجب أن نقوم بتحديد القيمة السوقية لكل نوع من الأسهم ونجمعها معا، وبفرض أن القيمـة السـوقية للسهم العادي ٣٠ جنيها للسهم، والقيمة السوقية للسهم الممتاز ٨٠٠ جنيه للسهم.

يمكن حساب نسبة الديون طويلة الأجل إلى حق الملكيـة حسب القيمة السوقية للشركة المصرية للبلاستيك خلال عـام ١٩٩٥ على النحو التالي:

نسبة الديون طويلة الأجل للقيمة السوقية لحق الملكية =

$$= \frac{٢٠,٠٠٠,٠٠٠}{٣٠ \times ١,٥٠٠,٠٠٠ + (٨٠٠٠ \times ٨٠٠)}$$

$$= \frac{٢٠,٠٠٠,٠٠٠}{(٤٥,٠٠٠,٠٠٠ + ٦,٤٠٠,٠٠٠)} = ٣٨,٩٪$$

وهكذا يتضح أن الشركة تستخدم تقريبـا نسـبة ٣٨,٩٪ من القيمة السوقية للأسهم في تمويل الشـركة عـن طريـق القروض طويلة الأجل، ويتضح أيضا انخفاض الخطر المالي الذي تتحمله الشركة عند تقيـيم الأسـهم بالقيمـة السـوقية وليس بالقيمة الدفترية.

والنسب السابقة التي تقارن الديون إلـى حـق الملكيـة أو الديون إلى إجمالي الأصول تعطينا مؤشـرا عـن قيمـة الرافعة التمويلية، ومعلومات تفيد عند تقييم الأحوال الماليـة للشركة.

٣- نسبة الديون طويلة الأجل إلى مصادر التمويـل طويلة الأجل:

ويطلَقُ أيضا على هذه النسبة نسبة هيكـل رأس المـال طويل الأجل، ويتمُّ حساب النسبة عن طريق قسـمة الـديون طويلة الأجل إلى إجمالي مصادر التمويل طويلة الأجل.

نسبة الديون طويلة الأجل إلى مصادر التمويل طويلة الأجل

$$= \frac{\text{الديون طويلة الأجل}}{\text{حق الملكية + الديون طويلة الأجل}} \times ١٠٠$$

وتظهر هذه النسبة الأهمية النسبية للديون طويلة الأجـل بالنسبة لهيكل رأس المال المملوك والمقترض علـى أسـاس أنها مصـادر أساسـية طويلـة الأجـل يمكـن الاعتمـاد عليها في تمويل الأصول طويلة الأجل للشركة.

$$= \frac{٢٠,٠٠٠,٠٠٠}{٢٠,٠٠٠,٠٠٠ + ٣٠,٠٠٠,٠٠٠} \times ١٠٠$$

= ٤٠٪

ويتضح مما سبق أن نسبة الديون طويلة الأجل في هيكل رأس المال طويل الأجل للشركة المصرية للبلاسـتيك تبلـغ حوالي ٤٠٪، فإذا كان متوسط الصناعة ٣٥٪ فيمكن القـول إن الشركة اعتمدت بدرجة أكبر على القروض طويلة الأجل لتمويل الأصول.

٤- معدل تغطية الفوائد:

من الطرق الأخرى للنظر للموقف المالي وتقييم موقـف المديونية للشركة هو تقييم قدرة الشركة على معالجة أعبـاء هذه الديون وخاصة الالتزامات طويلة الأجل، ويستخدَمُ معدَل

تغطية الفوائد كأحد المقاييس الهامة لمعدّل تغطية الشـركات للفوائد المستحقة على الديون، يتمُ قياس هذا المؤشر؛ وذلـك بقسمة صافي الأرباح قبل الفوائد والضرائب علـى الفوائـد السنوية المستحقة.

$$\text{معدّل تغطية الفوائد} = \frac{\text{القروض طويلة الأجل}}{\text{القيمة الدفترية لحقوق المساهمين}}$$

$$\text{معدّل تغطية الفوائد لشركة البلاستيك عام ٩٥} = \frac{١٠,٠٠٠,٠٠٠}{٢,٠٠٠,٠٠٠} = \text{٥ مرّة}$$

ويفيد قياس هذا المؤشر خلال سلسلة زمنية فـي قيـاس الكفاءة المالية للمشروع وقدرته على تحقيق أربـاح كافيـة لسداد الالتزامات الناتجة عن التمويل عن طريق القـروض، وكلما زاد معدّل تغطية الفوائد كلما دل ذلك على زيادة قدرة الشركة على تغطية أعباء الدين؛ ويعطي ثقة أيضا للـدائنين والمستثمرين والبنوك.

٥- معدل تغطية الأعباء الثابتة:

إلى جانب عبء الفوائد الذي تتحملـه الشـركات فإنهـا تتحمل أيضا تكاليف وأعباء ثابتة لا تنشأ عن الديون ولكـن يجب أن نهتمَ بها أيضا ونقيس تأثيرها على الأعباء الماليـة للشركة، ومن الأعباء الثابتة الهامة التي تتحملها الشـركات الحديثـة تكلفـة تـأجير المعـدات الرأسـمالية بالإضـافة إلى التكاليف الثابتة التي تحملتها لتمويل النشـاط الجـاري، وتعبر هذه الالتزامات عـن التزامـات قانونيـة؛ وبالتـالي مصروفات يجب سدادها مثل الفوائد الثابتة.

ويتمُ حساب معدَل تغطية الأعباء الثابتة بقسـمة صـافي الأرباح قبل الفوائد والضرائب بعد إضـافة أعبـاء الفوائـد على الأعباء الثابتة، وهناك أكثر من معادلة يمكن استخدامها لقياس معدَل تغطية الأعباء الثابتة.

معدَل تغطية الأعباء الثابتة=	الأرباح قبل الفوائد والضرائب + مصاريف التأجير ――――――――― الفوائد + مصاريف التأجير	× ١٠٠

معدّل تغطية الأعباء الثابتة للشركة المصرية للبلاستيك عام ١٩٩٥

$$= \frac{١٠,٠٠٠,٠٠٠ + ٥,٠٠٠,٠٠٠}{٢,٠٠٠,٠٠٠ + ٥,٠٠٠,٠٠٠} = \frac{١٥,٠٠٠,٠٠٠}{٧,٠٠٠,٠٠٠} = ٢,١ \text{ مرة}$$

ويعني هذا المعدّل أن الشركة تستطيع تغطية الأعباء الثابتة (خاصة مصاريف التأجير والفوائد) بأكثر من مرّتين، ويفضل أيضا حساب هذا المعدّل خلال فترة زمنية معينة للحكم على التطوُّر الإيجابي أو السلبي لهذه النسبة، وبما يعكس القدرة المالية للشركة على تغطية الأعباء الثابتة، ونوعية الأعباء الثابتة التي يمكن إضافتها للمعادلة مثل: الإيجارات المستحقة، مصاريف الفوائد الثابتة لحملة الأسهم الممتازة.

ملخص لأهم مؤشرات هيكل التمويل للشركة المصرية للبلاستيك:

١- نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول = ٤٥,٥٪

٢- نسبة إجمالي الديون طويلة الأجل لإجمالي الأصول = ٦٦,٧٪

٣- نسبة الديون طويلة الأجل إلى مصادر التمويل طويلة الأجل = ٤٠٪

٤- معدّل تغطية الفوائد = ٥ مرّة

٥- معدّل تغطية الأعباء الثابتة = ٣,١ مرّة

يتضح من النتائج السابقة أن ٤٥٪ مـن الأصـول يـتمُّ تمويلها عن طريق الديون باستخدام القيمة الدفترية للأصول. تمثل الديون طويلة الأجل حوالي ٣/٢ حق الملكيـة، لاحـظ أن نسب هيكل التمويل لا تظهر الالتزامات الأخرى الثابتـة والقانونية التي لم تظهر في الميزانية العمومية مثـل حصـة الشركة في التأمينات الاجتماعيـة للعـاملين، ومصـاريف التأجير التشغيلي.

خامسا: النسب المالية الخاصـة بالمسـاهمين والسوق:

تناولت النسب السابقة عمليـة التقيـيم المـالي للشـركة مع التركيز على أداء إنجاز الشركة، وتـوفر هـذه النسـب المعلومات التي تساعد المديرين على تقييم إنجاز الشـركة، وتساعد الدائنين على تحديد قـدرة الشـركة علـى سـداد الالتزامات، ولكن ما زال هناك دور هام للمساهمين لتقيـيم سهم الشركة بالسوق؛ لذلك نحتاج إلى المؤشرات التي تقـوم بترجمة نتائج العمليات حتى تنعكس على سهم الشركة.

وسنتناول بالشرح النسب التالية التـي تهـمُ المسـاهمين والمستثمرين:

١- ربحية السهم Earnings Per Share (EPS)

٢- القيمة الدفترية للسهم
Book Value of Equity Per Share

٣- نسبة السعر إلى عائد السهم (مضاعف الربحية)
Price Earning Patio (P/E)

٤- التوزيعات النقدية للسهم
Dividends Per Share (DPS)

ربحية السهم (EPS):

ربحيـة السـهم مـن أهـم المؤشـرات التـي يعتمـد عليها المساهمون؛ حيث توضح قيمة نسـبة الأربـاح التـي حققها سهم الشركة خلال فترة محاسبية معينة، ويتمُ حسـاب هذا المؤشر بقسمة صافي الأرباح المتاحة للتوزيع للمساهمين مقسومة على عدد الأسهم العادية للمساهمين.

$$\text{ربحية السهم (EPS)} = \frac{\text{صافي الأرباح المتاحة للتوزيع للمساهمين}}{\text{عدد الأسهم العادية}} \times ١٠٠$$

$$= \frac{٥,٥٠٠,٠٠٠}{١,٥٠٠,٠٠٠} = ٣,٧ \text{ جنيه للسهم}$$

٢- القيمة الدفترية للسهم:

بالإضافة إلى اهتمام المستثمر أو المساهم بربحية السـهم فإنه أيضا يتطلع إلى تحديد نصيب السهم من حق الملكيـة، ويستخدَمُ مؤشر نسـبة القيمـة الدفتريـة للسـهم للتعـرُف على ذلك، ويحسب بقسمة القيمة الدفترية لحقوق حملة الأسهم العادية على عدد الأسهم العادية.

القيمة الدفترية للسهم=	القيمة الدفترية لحقوق حملة الأسهم العادية / عدد الأسهم العادية

= ٢٦,٠٠٠,٠٠٠ / ١,٥٠٠,٠٠٠ سهم = ١٣,٧ جنيها للسهم

بناء على البيانات المحاسبية المنشورة بالميزانية، والقيمة الدفترية لحقوق حملة الأسهم العادية يمكن القول إن نصـيب السهم العادي من حق الملكية للشركة المصـرية للبلاسـتيك يساوي ١٧,٣٣ جنيها، وقد سبق أن بيننا أن هناك فرقًا بـين القيمة الدفترية للسهم وبين القيمة السوقية للسهم، وأن القيمـة

السوقية للسهم أفضل مؤشر للمساهمين لتقيـيم اسـتثماراتهم في السهم، وقد بينا من قبل أن القيمة السوقي للسـهم تُقـدَر بحوالي ٣٠جنيها؛ وهذا الرقم تقريبا ضعف القيمة الدفترية.

٣- نسبة السعر إلـى عائـد السـهم: (مضـاعف الربحية)

Price/Earnings Ratio (P/E) or Earnings Multiplier

إن نسبة القيمة الدفترية للسهم تساعد فقط في تحديد قيمـة السهم من وجهة نظر المشروع والبيانات المحاسـبية ولكـن يهتمُ المساهمون وكذلك المستثمرون أساسا بتقييم عائد السهم أو ربحية السهم بالنسبة للسوق؛ ولذلك يفضل استخدام نسـبة السعر إلـى عائـد السـهم (مضـاعف الربحيـة) (P/E). يتمُ حساب هذه النسبة؛ وذلك بقسمة القيمة السـوقية للسـهم على عائد أو ربحية السهم (محسوبة علـى أسـاس صـافي الأرباح المتواجدة للتوزيع للمساهمين).

$$\text{نسبة سعر السهم إلى عائد السهم} = \frac{\text{القيمة السوقية للسهم}}{\text{عائد السهم}}$$

نسبة السعر إلى عائد السهم للشركة المصرية للبلاسـتيك ١٩٩٥.

$$= \frac{\text{٣٠ جنيها}}{\text{٣,٧}} = \text{٨,١ مرة}$$

هذه النسبة تعني أن سعر السهم بالسوق يساوي حـوالي ٨ مرات ربحية هذا السهم، وهذا المضاعف يساوي حـوالي متوسط ١٢٪ معدّل عائد على السهم الذي يعبر عنه بمقلوب مضاعف الربحية.

$$\text{معدّل العائد على السهم} = \frac{\text{عائد السهم}}{\text{القيمة السوقية للسهم}} \times \text{١٠٠}$$

$$= \frac{\text{٣,٧}}{\text{٣٠}} \times \text{١٠٠} = \text{١٢,٣٠ ٪}$$

فإذا كانت القيمة السوقية للسهم تعكـس التنبـؤ الحـالي للإيرادات المتوقعة لحملـة الأسـهم العاديـة، وإذا كانـت الإيرادات الحالية تُعتبرُ مؤشرا للإيرادات المتوقعة، فإن هذه النسبة تعطي مؤشرا أن كل جنيـه مـن الإيـرادات يمثـل ٨ مرّات قيمة السهم الآن.

٤- نسبة التوزيعات النقدية للسهم:

Dividends Per Share (DPS)

إن قيمة السهم الآن عبارة عن تقيـيم المسـتثمر للقيمـة الحالية بالنسبة للتدفقات المتوقعة لكل سهم، وبما أن التدفقات النقديـة المتوقعـة للسـهم أو المسـاهمين هـي عبـارة عن التوزيعات النقدية Dividends؛ لذلك نحتاج إلى مقياس لقيمة التوزيعات النقدية لكل سهم، وذلك لتقـدير التوقعـات النقدية لكل سهم، تمَ حساب هـذه النسـبة؛ وذلـك بقسـمة التوزيعات النقدية بالجنيه مقسومة على عدد الأسهم العاديـة خلال السنة المالية.

$$\text{نسبة التوزيعات النقدية للسهم} = \frac{\text{التوزيعات النقدية}}{\text{عدد الأسهم العادية}}$$

$$= \frac{٢,٥٠٠,٠٠٠}{١,٥٠٠,٠٠٠} = ١,٧ \text{ جنيه للسهم}$$

وبالتالي فإن الشركة المصرية للبلاستيك قد قامت بتقـديم توزيعات نقدية للمساهمين بواقع ١,٧ جنيه للسهم العادي.

٥- نسبة التوزيعات النقدية إلى صافي الأرباح المتاحة لحملة الأسهم العادية:

يمكن أيضا أن ننسب التوزيعات النقدية إلى صافي الأرباح المتاحة أمام حملة الأسهم؛ وذلك لتحديد نسبة الأرباح الموزَّعة والأرباح غير الموزَّعة، وبالطبع يفضل حملة الأسهم توزيع أكبر قدر من الأرباح في صورة توزيعات نقدية، بينما تفضل الإدارة احتجاز جزء كبير من الأرباح؛ وذلك لتدعيم الاحتياطات والمركز المالي للشركة.

$$\text{نسبة التوزيعات لصافي الأرباح} = \frac{\text{التوزيعات النقدية}}{\text{صافي الأرباح المتاحة لحملة الأسهم العادية}} \times ١٠٠$$

نسبة الأرباح الموزَّعة للشركة المصرية للبلاستيك

$$= \frac{٢,٥٠٠,٠٠٠}{٥,٥٠٠,٠٠٠} \times ١٠٠ = ٤٥,٥\%$$

ويعني هذا أن الإدارة قد قامت بتوزيع مبلغ نقدي يمثل فقط ٤٥,٥٪ من صافي الأرباح المتاحة للتوزيع لحملة الأسهم العادية، وقامت باحتجاز نسبة في المتوسط ٥٥٪ داخل الشركة.

ما هو تأثير التوزيع النقدي على سعر السهم بالسوق؟

للإجابة على هذا السؤال يجب أولاً أن نقوم بحساب العائد على الأسهم بناء على التوزيعات النقدية.

العائد على الأسهم =	التوزيعات النقدية / السعر السوقي للسهم	=	١,٧ جنيه / ٣٠ جنيها	= ٥,٧٪

وبفرض أن معدَل الفائدة السائد بالبنك حوالي ١٠٪؛ فهذا يعني أن الودائع المصرفية ذات المخاطر الأقل تعطي عائدا أعلى من سهم الشركة المصرية للبلاستيك؛ وبالتالي سيقوم بعض المستثمرين ببيع هذا السهم لشراء أسهم أخرى أو لإيداع حصيلة البيع في البنك.

إن انخفاض الطلب على سهم شركة البلاستيك، وزيادة المعروض للبيع؛ سيؤدي إلى انخفاض سعر السهم بالسوق.

السؤال: إلى أي حد؟ إلى السعر الذي يقابل العائد على الاستثمار في البنك على الأقل (معدَل سعر الفائدة).

العائد على السهم =	١,٧ جنيه / السعر السوقي للسهم (س)	× ١٠٠

∴ السعر السوقي للسهم (س) = $\frac{١٧}{\text{السعر السوقي للسهم (س)}}$ × ١٠٠ = ١٧ جنيها

أي نتوقع انخفاض سهم شركة البلاستيك بالسـوق مـن ٣٠ جنيها إلى ١٧ جنيها؛ وذلك بسبب التوزيعـات النقديـة. التعليق السابق مبني على فرض عدم توافر معلومات أخرى تؤثر بالشكل الإيجابي على سعر السهم بالسوق.

ملخص لأهم المؤشرات الخاصة بالمسـاهمين والسـوق للشركة المصرية للبلاستيك خلال العام المالي ١٩٩٥.

١- ربحية السهم (EPS) = ٣,٧ جنيه للسهم العادي.

٢- القيمة الدفترية للسهم = ١٧,٣ جنيها

٣- نسبة السعر إلى عائد السهم
(مضاعف الربحية) (P/E) = ٨,١ جنيه

٤- معدّل العائد على السهم = ١٢,٣٪

٥- نسبة التوزيعات النقدية للسهم العادي = ١,٧ جنيه للسهم

٦- نسبة التوزيعات لصافي الأرباح = ٤٥,٥٪

٧- العائد على السهم بالسوق = ٥,٧٪

يتضح من النسب السابقة النتائج التالية:

- أن نسبة التوزيعات النقدية للمساهمين تمثل أقل من ٥٠٪ من الأرباح المتاحة للمساهمين؛ ويؤثر ذلك سلبيا على سعر السهم بالسوق حيث سيتوقع انخفاض القيمة السوقية للسهم.
- بالرغم من أن القيمة السوقية لحقوق حملة الأسهم أعلى من القيمة الدفترية إلا أن استمرار تطبيق سياسة توزيع الأرباح الحالية سيؤدي إلى انهيار القيمة السوقية لحق الملكية.

ويبين الجدول التالي ملخصا للنسب المالية التي سبق شرحها للشركة المصرية للبلاستيك خلال عام ١٩٩٥.

جدول (٣/٤)

ملخص لأهم المؤشرات المالية للشركة المصرية للبلاستيك

المؤشرات المالية	١٩٩٥	متوسط الصناعة
١- مؤشرات السيولة		

المؤشرات المالية	١٩٩٥	متوسط الصناعة
١/١ متوسط فترة المخزون	١٠١ يوم	
٢/١ متوسط فترة التحصيل	٢٢ يوما	
٣/١ دورة التشغيل	١٢٣ يوما	
٤/١ متوسط فترة المشتريات	٣٣ يوما	
٥/١ صافي فترة التشغيل	٩٠ يوما	
٦/١ نسبة التداول	٣ مرَة	
٧/١ نسبة التداول السريعة	١,١ مرَة	
٨/١ نسبة صافي رأس المـال إلـى المبيعات	٢٠٪	
٢- مؤشرات الربحية:		
١/٢ هامش مجمل الربح للمبيعات	٣٥٪	
٢/٢ هامش ربح العمليات	٢٠٪	
٣/٢ هامش صافي الأرباح	١٢٪	١٤٪
٤/٢ معدَل العائد على الأصول بعـد الفوائد والضرائب	١٠,٩١٪	١٢٪
٥/٢ معدَل العائد على الأصول قبل	١٨,١٨٪	

المؤشرات المالية	1995	متوسط الصناعة
الفوائد والضرائب		
٦/٢ معدّل العائد على حق الملكية	٢٠٪	١٨٪
٣- مؤشرات النشاط:		
١/٣ معدّل دوران المخزون	٣,٦ مرّة	
٢/٣ معـدّل دوران أوراق القـبض والمدينون	١٦,٧ مرّة	
٣/٣ معدّل دوران الأصول الثابتة	١,٤ مرّة	
٤/٣ معدّل دوران إجمالي الأصول	٠,٩١ مرّة	
٤- مؤشرات هيكل التمويل:		
١/٤ نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول	٤٥,٥٪	
٢/٤ نسبة إجمالي الديون الآجلة إلى إجمالي الأصول	٦٦,٧٪	
٣/٤ نسبة الديون الآجلة إلى مصادر التمويل طويلة الأجل	٤٠٪	
٤/٤ معدّل تغطية الفوائد	٥ مرّة	

المؤشرات المالية	١٩٩٥	متوسط الصناعة
٥/٤ معدّل تغطية الأعباء الثابتة	٣,١ مرّة	
٥- مؤشرات المساهمين: ١/٥ ربحية السهم (EPS) ٢/٥ القيمة الدفترية للسهم ٣/٥ نسبة السعر إلى العائد (P/E) ٤/٥ معدّل العائد على السهم ٥/٥ نسبة التوزيعات النقدية للسهم ٦/٥ نسبة التوزيعات لصافي الأرباح ٧/٥ العائد على السهم بالسوق	 ٣,٧ جنيه ١٧,٣ جنيه ٨,١ مرّة ١٢,٣٪ ١,٧ جنيه ٤٥,٥٪ ٥,٧٪	 سعر الفائدة ١٠٪

ملخَّص الفصل

ركز هذا الفصل على عرض لأهم النسـب والمؤشـرات المالية وأدوات التحليل المالي التي تسـاعد المـدير المـالي على تقييم الأداء بالاعتماد على البيانات الماليـة المنشـورة بالقوائم المالية.

عرض المؤلف في هذا الفصل أهم العوامل الخارجية التي تؤثر على الأداء المالي للشركات مثل: عنصـر المنافسـة، القوانين واللوائح الخاصة بالدولة، الحالة الاقتصادية السـائدة ودرجة التقدُّم التكنولوجي لنوع النشاط بالشركة.

استعرض الفصل أهم العوامـل الداخليـة التـي تـؤثر على عائد الشركات، والتي يمكن الـتحكم فيهـا وتوجيههـا بالشكل الذي يساعد على تعظيم ثروة حملة الأسهم أو الملاك مع تقليل التكاليف والمصروفات.

وقد تمَّ استعراض أهم مجموعات النسب المالية التالية:

١- المؤشرات الخاصة بنسب السيولة.

٢- المؤشرات الخاصة بالربحية.

٣- المؤشرات الخاصة بنشاط الشركة.

٤- المؤشرات الخاصة بهيكل التمويل.

٥- النسب المالية الخاصة بالمساهمين والسوق.

حالة علمية

حالة شركة مصر للزيوت والصابون (١٩٩٦/٩٥)

فيما يلي الميزانية العمومية، وقائمة الدخل، وقائمة توزيع الأرباح لشركة مصر للزيوت والصابون عن الأعوام المالية المنتهية في ٩٥/٦/٣٠، ١٩٩٦/٥/٣١ (١١ شهرا):

أولاً: الميزانية العمومية: **القيمة بالألف جنيه**

بنود الميزانية	١٩٩٥/٦/٣٠	١٩٩٦/٥/٣١ ١١ شهرا
- النقدية بالصندوق والبنوك	٤١٩	٩٥٤
- المدينون	١٤١٧٦٣	١٤٠٥٧٧
- المخزون السلعي	٨٥٢٣٢	٧٦٣٨١
- مخزون الإنتاج التام وغير التام	٢٧٨٩٢٠	١٤٤٨٥١
مجموع الأصول المتداولة	**٢٥٥٣٠٦**	**٢٦٢٧٦٣**
- الأصول الثابتة	٩٧٨٣٢	١٠٦٢٢٠
- (يطرح) مجمع الإهلاك	(٤٤٠٦٠)	(٤٨٨٧٣)

بنود الميزانية	**١٩٩٥/٦/٣٠**	**١٩٩٦/٥/٣١** **١١ شهرا**
- صافي الأصول الثابتة	٥٣٧٧٢	٥٧٣٤٧
- مشروعات تحت التنفيذ	١١٨١٤	١٠٢٥٧
إجمالي الأصول الثابتة	**٦٥٥٨٦**	**٦٧٦٠٤**
إقراض طويل الأجل واستثمارات في سندات الحكومة	٣٥٩٧	٥٠٠
إجمالي الأصول	٣٢٤٤٨٩	٣٣٠٨٦٧
- مـوردون وأرصـدة دائنـة أخرى	٢٥٧٦٤٦	٢٦٢٠٤٠
- مخصصات بخلاف الإهلاك	٥٨١٥	٥٨٠١
- رأس المال المدفوع	٤٥٠٠٠	٤٥٠٠٠
احتياطات	١٦٠٢٨	١٨٠٢٦
حقوق المساهمين	٦١٠٢٨	٦٣٠٢٦
إجمالي الخصوم وحقوق الملكية	٣٢٤٤٨٩	٣٣٠٨٦٧

ثانيا: قائمة الدخل: **القيمة بالألف جنيه**

البيان	**١٩٩٥/٦/٣٠**	**١٩٩٦/٥/٣١**
- صافي المبيعات	٤٦٦٦١٣	٤٣٨٣٧٠

البيان	١٩٩٥/٦/٣٠	١٩٩٦/٥/٣١
- تكلفة البضاعة المباعة	٤٢٥٣٩٦	٣٩٩٧٤٢
مجمل الربح	**٤١٢١٧**	**٣٨٦٢٨**
يطـرح المصـروفات الإداريـة والعمومية والتمويلية	٨٣٦٢	٧٧٣٧
يضاف:	١٧٩	٢٠
- إيرادات أوراق مالية	٧٠٩	١١٣٦
- إيرادات أخرى	٦٨٣٩	--
- إيرادات غير عادية	٤٠٥٨٢	٣٢٠٤٧
صافي أرباح النشاط قبل الضرائب		٧٣٢١
يخصم الضرائب		
صافي الأرباح بعد الضرائب	**٣١٣١١**	**٢٤٧٢٦**

ثالثًا: قائمة توزيع الأرباح: **القيمة بالألف جنيه**

البيان	١٩٩٥/٦/٣٠	١٩٩٦/٥/٣١
صافي الأرباح بعد الضرائب	٣١٣١١	٢٤٧٢٤
التوزيعات:		
الاحتياطات	١٥٦٦	١٢٣٥
نصيب المساهمين	٢٥١٧٦	٢٠٠٤١
نصيب العاملين	٤٢٠٩	٣١٠٠

مكافأة أعضاء مجلس الإدارة حصة النشاط الرياضي	١٥٧ ٢٠٣	١٥٠ ٢٠٠
إجمالي التوزيعات	**٣١٣١١**	**٢٤٧٢٦**

المطلوب:

١- إعداد تقرير تحليلي تفصيلي عن أهـم المؤشـرات المالية للشركة، وتطوُّر هـذه المؤشـرات خـلال العامين الماضيين.

٢- إذا علمت أن الشركة ترغـب فـي طـرح جـزء من أسهمها للاكتتاب العام (إجمالي الأسهم ٦ ملايين جنيه) والقيمة السوقية للسهم ١٠ جنيهات فمـا هـو السعر الذي تقترحه لطرح السهم بالسوق؟

الفصل الخامس

إدارة حسابات أوراق القبض
(المدينون)

مصنع عطور "اللوتس"

يتمتع محمد أسامة عبد الخالق صاحب مصنع عطور "اللوتس" بسمعة طيبة بين التجار في سوق العطور المصري، يمتلك محمد مصنعا في مدينة العاشر من رمضان على مساحة قدرها ٥٠٠٠ متر مربع، ويقوم باستيراد المواد الخام اللازمة لصناعة العطور من إيطاليا بالإضافة إلى السوق المحلي، ويقوم أيضا بصناعة العبوات الزجاجية اللازمة لتعبئة المنتج النهائي، ولكن يستعين بأحد المصانع في السادس من أكتوبر؛ وذلك لصناعة العبوات الورقية اللازمة للتعبئة وللمنتج النهائي.

يبلغ إجمالي صافي المبيعات السنوية للشركة حوالي ١٢ مليون جنيه مصريا، ولكن بلغ صافي الأرباح السنوية فقط حوالي مليون جنيه عام ٩٦.

ويعتمد محمد أسامة في التسويق أساسا على تجار الجملة المنتشرين في "٦" مناطق جغرافية أساسية (الإسكندرية/ القاهرة/ الجيزة/ المنصورة/ المنيا) حيث يقوم المصنع بتزويد تجار الجملة بالمنتج النهائي مقابل تسهيلات في السداد طويلة الأجل لمدّة حوالي ثلاثة أشهر

مقابل كمبيالات أو سندات إذنية وأحيانـا شـيكات مؤجلـة السداد.

ويواجه محمد أسامة مشكلة في تمويل اسـتيراد المـواد الخام من الزيوت الطبيعية من إيطاليا؛ حيث يلتـزم بسـداد ٥٠٪ من قيمة الواردات نقدا للبنك، ويحصل علـى تسـهيل سداد مقابل الاعتماد المستندي، وبضمان الزيـوت الـواردة من إيطاليا حيث تُسلم لمخازن بنـك القـاهرة فـي مينـاء الإسكندرية، ويتمُّ الإفراج عن هذه الزيوت حسـب سـيولة العميل والتزامه بسداد أقساط البنك.

ويلتزم محمد أسامة بالسداد للبنك كل أربعة أشهر اعتمادا على أن يحصل المبيعات الآجلة من تجار الجملة كل ثلاثـة أشهر، ومع ذلك يواجه محمد مشكلة تـأخر تجـار الجملـة في السداد لمدد قد تصل في المتوسط إلى خمسة أشهر؛ الأمر الذي يجعله يواجه مواقف صعبة جدا مع البنوك التي يتعامل معها وقد لا يستطيع فتح اعتمادات مستندية مـرَة أخـرى، أو استيراد المواد الخام من الخـارج؛ وبالتـالي انخفـاض مخزون المواد الخام وقد يتوقـف المصـنع عـن الإنتـاج. بماذا تنصح المدير المالي؟

مقدِّمة

يناقش هذا الفصل إدارة أهم بند مـن بنـود رأس المـال العامل، حسابات أوراق القـبض، تتركـز النسـبة الأكبـر من الأموال المستثمرة في رأس المال العامل في المخـزون، وأوراق القبض أو حسابات المدينين التي تنشأ عن المبيعـات الآجلة.

ويبدو هذا واضحا في الشركات التي تهتمُّ ببيع السـيارات بالأجل على سبيل المثال؛ حيث تصل نسبة المبيعات الآجلـة إلى المبيعات الكلية لحوالي ٥٠٪، ولـذلك نجـد أن أوراق القبض ٥٠٪ من المبيعات، وقد يصل مخزون الإنتاج التـام أيضا حوالي ٥٠٪ من المبيعات بالنسبة للشركات التي تبيـع للمستهلك النهائي.

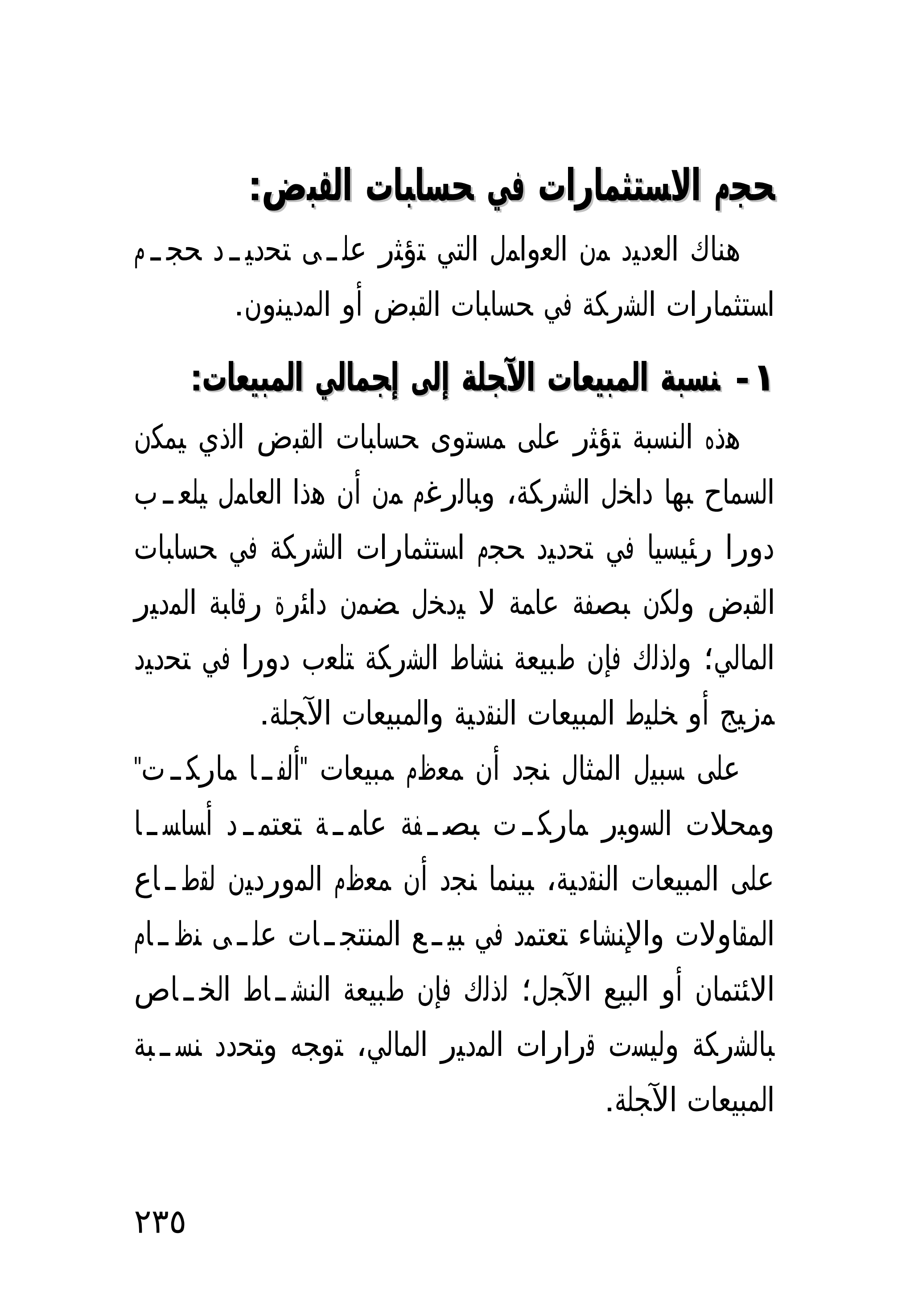
ولأهمية هذين البندين نجـد أن أي تغيـرات أو تقلبـات في أرصدتهم تؤثر على هيكل رأس المال العامـل للشـركة ككل؛ وبالتالي يؤثر على ربحية الشركة، إن التأثير المباشـر لزيادة المبيعات الآجلة هو نقص السيولة اللازمـة لتمويـل المشتريات من المواد الخام، والحاجة إلى تـوفير مصـادر

تمويل طويلة الأج؛ل ومن ثَمّ ارتفاع تكلفة التمويل بالنسـبة للشركة مع زيادة احتمالات الديون المعدومة.

إدارة حسابات القبض (المدينين):

جميع المشروعات مهما اختلفت طبيعة أنشطتها تقوم ببيع الخدمات والسلع التي تقوم بإنتاجها، وعادة تقوم الشركة ببيع جزء من المبيعات نقدًا ولكن جزء من هـذه المبيعـات يـتمُ بالأجل.

ويؤدي دائما البيع بالأجل إلى زيادة حسابات القبض داخل الشركة؛ وهكذا فإن الأسلوب الذي تتبعه الشركة فـي إدارة حسابات القبض يعتمد على درجة الاتجاه نحو البيع الآجـل. فقد تعتمد بعض الشركات على البيع الآجل بنسبة ٥٪ مثـل الفنادق والمطاعم، بينما في المتوسط يعتمد قطاع المقـاولات على نسبة تصدر بحوالي ١٤٪ من إجمالي الأصول، بينمـا تصل نسبة حسابات القبض إلى إجمالي الأصـول لحـوالي ٥٠٪ في المتوسط في مجال بيع السيارات والمعدات الخاصة بالمصانع.



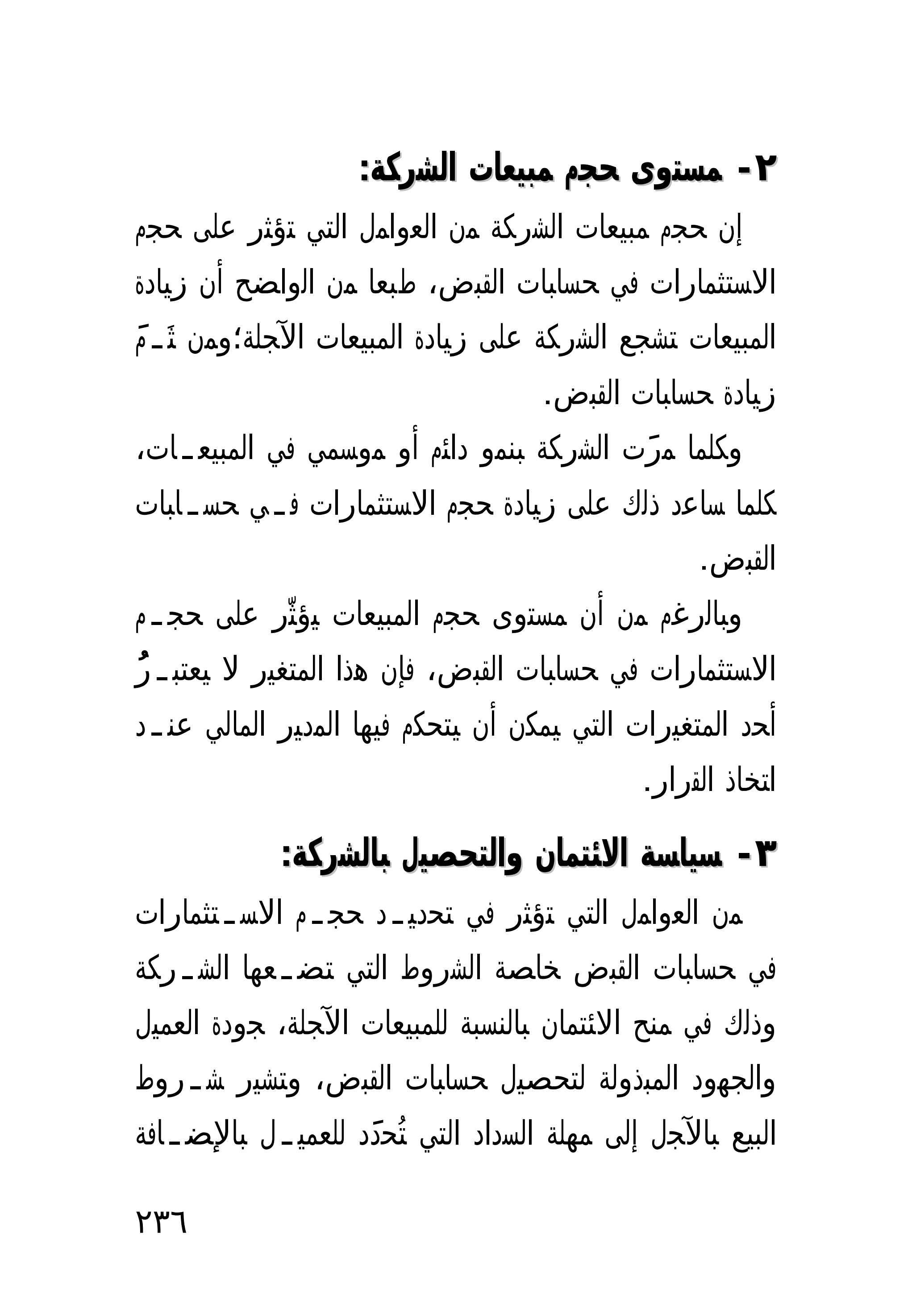
حجم الاستثمارات في حسابات القبض:

هناك العديد من العوامل التي تؤثر علـى تحديـد حجـم استثمارات الشركة في حسابات القبض أو المدينون.

١- نسبة المبيعات الآجلة إلى إجمالي المبيعات:

هذه النسبة تؤثر على مستوى حسابات القبض الذي يمكن السماح بها داخل الشركة، وبالرغم من أن هذا العامل يلعـب دورا رئيسيا في تحديد حجم استثمارات الشركة في حسابات القبض ولكن بصفة عامة لا يدخل ضمن دائرة رقابة المدير المالي؛ ولذلك فإن طبيعة نشاط الشركة تلعب دورا في تحديد مزيج أو خليط المبيعات النقدية والمبيعات الآجلة.

على سبيل المثال نجد أن معظم مبيعات "ألفـا ماركـت" ومحلات السوبر ماركـت بصـفة عامـة تعتمـد أساسـا على المبيعات النقدية، بينما نجد أن معظم الموردين لقطـاع المقاولات والإنشاء تعتمد في بيـع المنتجـات علـى نظـام الائتمان أو البيع الآجل؛ لذلك فإن طبيعة النشـاط الخـاص بالشركة وليست قرارات المدير المالي، توجه وتحدد نسـبة المبيعات الآجلة.



٢- مستوى حجم مبيعات الشركة:

إن حجم مبيعات الشركة من العوامل التي تؤثر على حجم الاستثمارات في حسابات القبض، طبعا من الواضح أن زيادة المبيعات تشجع الشركة على زيادة المبيعات الآجلة؛ومن ثَـمَّ زيادة حسابات القبض.

وكلما مرَّت الشركة بنمو دائم أو موسمي في المبيعـات، كلما ساعد ذلك على زيادة حجم الاستثمارات فـي حسـابات القبض.

وبالرغم من أن مستوى حجم المبيعات يؤثّر على حجـم الاستثمارات في حسابات القبض، فإن هذا المتغير لا يعتبـرُ أحد المتغيرات التي يمكن أن يتحكم فيها المدير المالي عنـد اتخاذ القرار.

٣- سياسة الائتمان والتحصيل بالشركة:

من العوامل التي تؤثر في تحديـد حجـم الاسـتثمارات في حسابات القبض خاصة الشروط التي تضـعها الشـركة وذلك في منح الائتمان بالنسبة للمبيعات الآجلة، جودة العميل والجهود المبذولة لتحصيل حسابات القبض، وتشير شـروط البيع بالآجل إلى مهلة السداد التي تُحدَّد للعميـل بالإضـافة

إلى شروط السداد مثل الخصم في حالة السداد قبـل موعـد الاستحقاق، أو العقوبة التي يتحملها العميل في حالة التـأخير عند السداد، نوع العميل الذي تتعامل معه الشـركة (أفـراد/ شركات) وكذلك سياسة الائتمان تؤثر في مستوى الاسـتثمار في حسابات القبض. على سبيل المثال:

إذا توسع أحد أصحاب محلات بيع السـجاد والموكيـت في أحد الأحياء الشعبية في منح الائتمان لعمـلاء مـن ذوي المخاطر المرتفعة في السداد، فيتوَقع تـأخرهم فـي عمليـة السداد؛ مما قـد يسـاهم فـي زيـادة حجـم الاسـتثمارات في حسابات القبض.

من العوامل الهامة أيضا التي تؤثر في حجـم حسـابات القبض توقيت وقوة وكفاءة جهاز التحصـيل فـي متابعـة العملاء، الأمر الذي يقلل من الأرصدة المتأخرة عن السداد؛ مما يساعد في حسن إدارة حسابات القبض.

إن العوامل الثلاثة الخاصة بسياسة الائتمان والتحصـيل بالشركة (١ – شروط البيع ٢ – جودة العميل ٣- جهـود التحصيل) هي أهم القرارات والمتغيـرات التـي يسـتطيع

أن يتحكم فيها المدير المالي، وذلك كما يظهر من الشكل التالي (١/٥).

٣/١ شروط البيع:

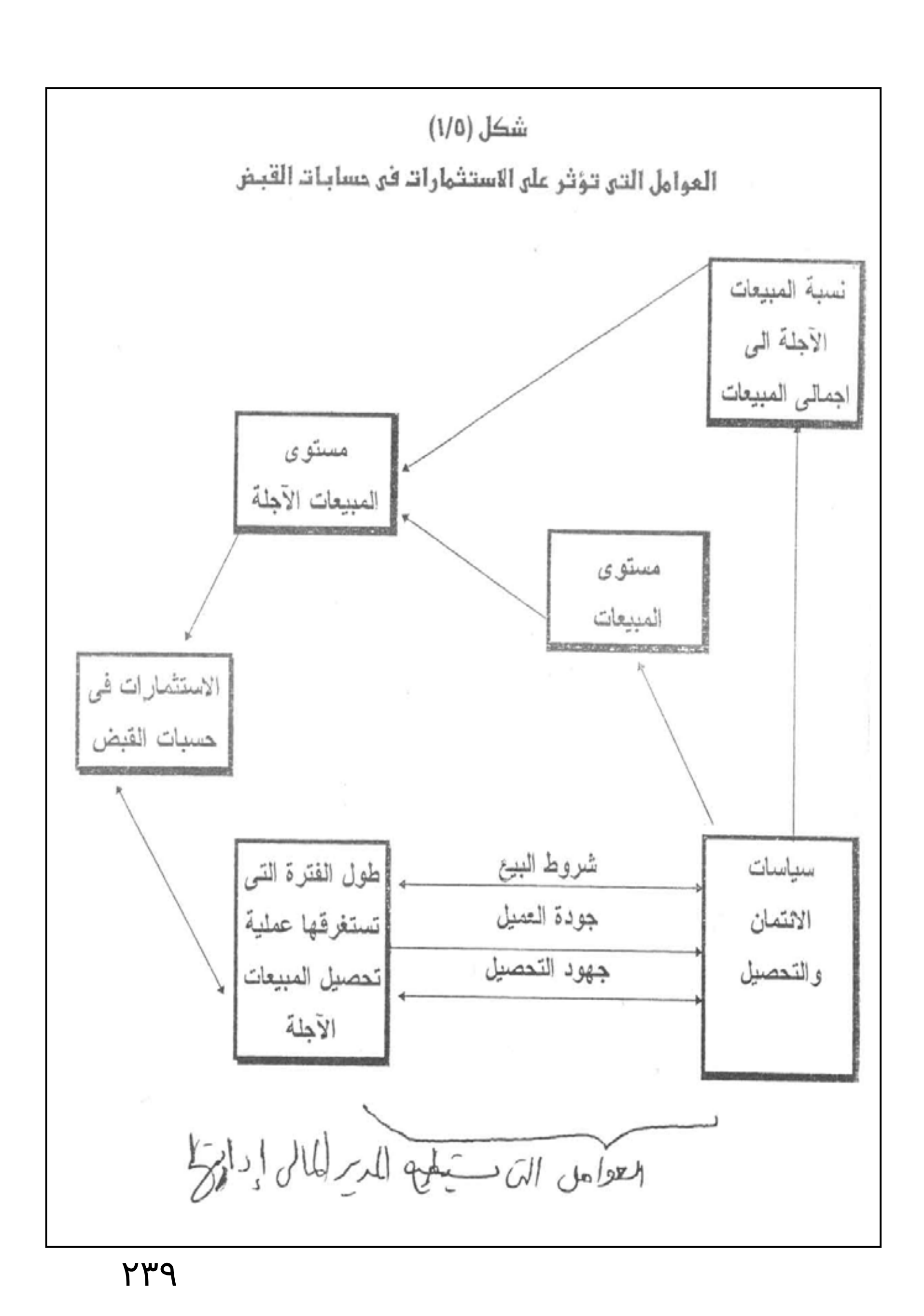
تحدد شروط البيع بالنسبة لعملاء الشركة احتمالات الخصم التي قد تمنحها الشركة، وذلك في حالة السداد المبكر قبل حلول موعد الاستحقاق، وتُستخدَم المعادلة التالية في تحديد شروط البيع والخصم للعملاء.

خ/ م صافي ل

حيث خ = نسبة الخصم التي يمكن للعميل الحصول عليها إذا تمَ السداد خلال (م) عدد من الأيام المحددة.

م = عدد الأيام التي يمكن السداد خلالها مع استحقاق (خ).

ل = عدد الأيام التي يجب أن يقوم العميل بسداد قيمة المبيعات الآجلة خلالها.


شكل (١/٥)
العوامل التى تؤثر على الاستثمارات فى حسابات القبض
نسبة المبيعات الآجلة الى اجمالى المبيعات
مستوى المبيعات الآجلة
مستوى المبيعات
الاستثمارات فى حسبات القبض
طول الفترة التى تستغرقها عملية تحصيل المبيعات الآجلة
شروط البيع
جودة العميل
جهود التحصيل
سياسات الائتمان والتحصيل
العوامل التى يستطيع المدير المالى إدارتها

مثال: إذا كانت شروط سداد المبيعـات كالتـالي – ٣/١٥/ صافي ٣٠

الشرح: الشرط السابق يعني أنه يحق للعميـل الحصـول على خصم إذا تمَ السداد خلال أول ١٥ يومـا مـن تـاريخ الحصول على الائتمان أو الشراء الآجـل، إذا لـم يسـتخدم العميل حق الحصول على خصم تعجيل الدفع فيجب أن يقوم بالسداد خلال فترة أقصاها ٣٠ يوما.

ولكن ماذا يحدث لو قرَر العميل عدم الاستفادة من الخصم على أن يقوم بالسداد في آخر يوم للدفع؟ إذا قام العميل باتخاذ هذا القرار، فإنه قد قام باستخدام الأموال للفترة ما بين تاريخ الخصم وبين آخر يوم للدفع، ولكن عدم الاستفادة من الخصم يمثل تكلفة على العميل؛ فعلى سبيل المثال إذا كانت شـروط السداد ٣/١٥/ صافي ٣٠ فإن تكلفة الفرصة البديلة السـنوية لعدم الاستفادة من هذا الخصم (٣٪) مقابل تأجيل السداد لمدة إضافية قدرها ١٥ يوما يساوي ٧٤,٢٣٪، ويمكن حساب هذه النسبة وذلك باستخدام المعادلة التالية:

تكلفة الفرصة البديلة السنوية لعدم الاستفادة من الخصم

$$= \frac{\text{خ}}{\text{١ - خ}} \times \frac{\text{٣٦٠}}{\text{ل – م}}$$

$$= \frac{\text{٠,٠٣}}{\text{١ – ٠,٠٣}} \times \frac{\text{٣٦٠}}{\text{٣٠ – ١٥}} = \frac{\text{٠,٠٣} \times \text{٣٦٠}}{\text{٠,٩٧} \times \text{١٥}}$$

$$= \frac{\text{١٠,٨}}{\text{١٤,٥٥}} = \text{٧٤,٢٣ ٪}$$

ويتراوح رقم خصـم تعجيـل الـدفع بـين الشـركات على مستوى القطاعـات الصـناعية والتجاريـة مـا بـين ٠,٥٪ إلى ٧٠٪، بينما تتراوح فترة الخصم بصـفة عامـة ما بين ١٥ يوما إلى ١٠ أيام، بينما قد تصل إجمـالي فتـرة السداد ما بين ٣٠ إلى ٩٠ يوما، وبالرغم مـن أن شـروط الائتمان تتفاوت بشكل كبير مـن صـناعة إلـى أخـرى، إلا أنها تتصف بالتوحيد داخل الصناعة الواحدة، وأيضا يمكن أن نشير إلى أن هذه الشروط قد تكون ثابتـة مـع مـرور الوقت، وقد لا تُستخدَم من قِبل المدير المالي كأحد المتغيرات التي تؤثر على اتخاذ القرارات الخاصة بتخصيص الأمـوال في أوراق القبض.

٢/٣ نوع وجودة العميل: Client's Quality

المتغير الثاني الـذي يـؤثر علـى سياسـات الائتمـان والتحصيل هو نوع العميل الذي تتعامل معه الشركة، وكذلك جودة هذا العميل، ومدى ملائمة ظروفه الماليـة للحصـول على الائتمان التجاري أو الشراء الآجل، وتجدر الإشارة هنا إلى أن هناك أكثر من تكلفة مرتبطة بمنح الائتمان للعمـلاء خاصة العملاء ذوي الملاءة المالية المنخفضة التـي تعكـس درجة خطر مرتفع سواء للعملاء من الأفراد أو الشركات.

أولاً: كلما زاد خطر عدم السداد..

(Default Risk or Credit Risk)

فمن الضروري تحديـد أي العمـلاء الجـدد مـن ذوي المخاطر المنخفضة، ومن الطبيعـي أن السـؤال والتحـري عن كل عميل لتحديد العميل الجيد ذي المخاطر المنخفضـة سيؤدي إلى زيادة مخاطر البحث والتحري.

ثانيا: ترتبط تكلفة عدم السداد مباشـرة مـع جودة العميل..

فكلما قلت درجة جودة العميل كلما زادت احتمالات عـدم سداد الحسابات وزيادة الديون المعدومة، وفي الحالات غيـر العادية قد لا يحدث السداد على الإطلاق؛ ولذلك فإن التوسع في الائتمان التجاري والبيع الآجل لعملاء من ذوي المـلاءة المالية المنخفضة قد يؤدي إلى زيادة تكاليف عدم السداد.

وترتفع أيضا مصاريف التحصيل مـع زيـادة الـديون المتأخرة، وانخفاض جودة عميل الائتمان، وزيادة الحسابات المتأخرة يجبر الشركة على إنفاق مزيد من الوقت والنقـود في سبيل تحصيل هذه الحسابات المتأخرة.

وبصفة عامة يمكن القـول إن انخفـاض جـودة عميـل المبيعات الآجلة يؤدي إلى زيادة تكلفـة البحـث والتحـري والاستعلام عن العميـل، تكلفـة التحصـيل Collection، وتكلفة عدم السداد.

وعند القيام بتحديد جودة العميل بغرض قبول أو رفـض منح الائتمان للعملاء من الأفراد فإننا نهتمُ بتحديـد القـدرة المالية للعميل في الأجل القصير، وبالنسبة للشـركات فإننـا

نهتمُ بنسب السيولة، نسبة المديونية، ونسبة الربحية كنقطـة تركيز أساسية لتحليل جودة عميل الائتمان.

ويلعب المدير المالي للشركة دور محال الائتمان بالبنـك، وذلك عند تقييم وتحليل جودة العميل لتحديد قدرته على سداد المبيعات الآجلة، ويمكن قياس جودة العميل من خلال تقيـيم خمسة عوامل أساسية تُعتبرُ بصفة عامة عوامل هامة لتحديد قدرة العميل علـى السـداد أو الملائمـة الماليـة، ويطلَـقُ على الخمسة عوامل باللغة الإنجليزيـة .Five C's؛ وذلـك لأنها تبدأ كلها بحرف (C) على النحو التالي:

أهم العوامل التي تساعد في تحليل جودة عميل المبيعات الآجلة:

١ - الشخصية Character (Good Citizen)

ويشير هذا العامل إلى احتمال اهتمام العميـل والتزامـه بسداد قيمة المبيعات الآجلة للشركة في المواعيـد المحـددة؛ وترجع أهمية هذا العامل إلى أن كل عملية ائتمان تتضـمن وعدا بالسداد؛ لذلك يجب التأكد من أن العميل سـوف يبـذل قصارى جهده لسداد المبيعات الآجلة، وعادة يتمُّ إعداد تقرير

عن ائتمان العميل في الفترات الماضية حيث يوفر هذا التقرير معلومات كافية تساعد محلل الائتمان بالشركة لتقييم جودة العميل، وفي بعض الأحيان يفضل توفير معلومات عن بنك العميل والمنافسين والموردين والعملاء.

٢- القدرة المالية للعميل: Capacity (Cash Flow)

عبارة عن تقدير موضوعي عن قدرة العميل المالية للسداد، وتتوقف قدرة العميل على السداد على سجلاته السابقة مع الشركة، وأسلوب اختياره للسداد، بالإضافة إلى زيارة محلل الائتمان للمصنع أو الشركة ومخازن العميل، وسيتاح لمحلل الائتمان معلومات من هذا المتغير من خلال مصادر كثيرة.

٣- رأس المال والثروة: Capital (Wealth)

يقَاس هذا المتغير من خلال المعلومات المالية العامة عن حالة الشركة أو العميل، كما يظهر من تحليل القوائم المالية، ويجب التركيز على نسب الخطر خاصة نسب المديونية، ونسب التداول والسيولة، ومعدَل تغطية الفوائد.

٤- الضمانات: Collateral

وهي عبارة عن الأصول التي يمكن أن يقـدمها العميـل كضمان للحصول على الائتمان التجـاري مثـل البضـاعة بـالمخزن، أو الأوراق التجاريــة، أو الــرهن العقــاري، أو الضمان الشخصي، أو الضمان المصرفي.

٥- الظروف الاقتصادية:

Conditions, (Economic Conditions)

ويشير هذا المتغير إلى الاتجاهات العامة بالدولـة مثـل (الرواج أو الكساد الاقتصادي) بالإضـافة إلـى التطـوُرات الخاصة التي تحدث على مستوى الدولة في منطقة جغرافيـة معينة مثل (السادس من أكتوبر) أو من قطاع اقتصادي معين مثل (الصناعات الصغيرة) والظروف العامة مثل اتجاه الدولة إلى التحوُل من الملكية العامة إلى ملكيـة القطـاع الخـاص وخصخصة المشروعات العامة. العوامل السابقة قـد تـؤثر في قدرة العملاء على سداد قيمة المبيعات الآجلة.

ويمكن الحصول على المعلومـات الخاصـة بالعوامـل الخمسة السابقة من خـلال خبـرة الشـركة فـي التعامـل مع العملاء جميعا في السنوات السابقة بالإضافة إلى تطـوُر

نظام معلومات منظم عن المعلومـات الخاصـة بالاقتصـاد القومي، وبعد توفير المعلومات الكافية عن العوامل الخمسـة السابقة يقوم مدير الائتمان التجاري بالشركة باتخـاذ قـرار نهائي عن الجودة النهائية المتوقعة لعملاء الائتمان التجاري. هذا القرار دائما طبيعته تقديرية، ويجب على مديري إدارات الائتمان الاعتماد على المواقف السابقة وخبرتهم في التعامل مع العملاء.

وتساعد العوامل السابقة محلل الائتمان على تحديد قـدرة العميل على السداد وخطـر الائتمـان Credit Risk and Credit Worthiness؛ بالإضـافة إلـى التحديـد الـدقيق للمؤشرات التي تمثل أهم النتائج المستخلصة من عملية تحليل الائتمان والتي يمكن تلخيصها على النحو التالي:-

أ- تحديد درجة الخطر التي يتعرَض لها العميل.

ب- تقييم جودة العميل؛ وبالتالي قبول أو رفـض الائتمـان التجاري.

ج- تحديد أهم العوامل التي يجب أن تؤخذ فـي الاعتبـار وذلك عند تحديد شروط الائتمان، ومقدار الخصم، ومدَة الائتمان.

د- تحديد أهم المعايير التي على أساسها يتمُ تقيـيم طلـب العميل للحصول على الائتمان التجاري.

وبالرغم من اهتمام معظم محللـي الائتمـان بالعناصـر الخمسة السابق عرضها كعوامل تساعد على تحليـل جـودة عميل الائتمان فـإن الاتجاهـات الحديثـة للفكـر الإداري قد أعادت صياغة هذه العناصر إلى أربعـة عوامـل فقـط من خلال تجارب الشركات في الواقع العملـي عنـد مـنح الائتمان وهي:-

١- تحليل شخصية العميل.

٢- تحديد الهدف من الحصول على الائتمان التجاري.

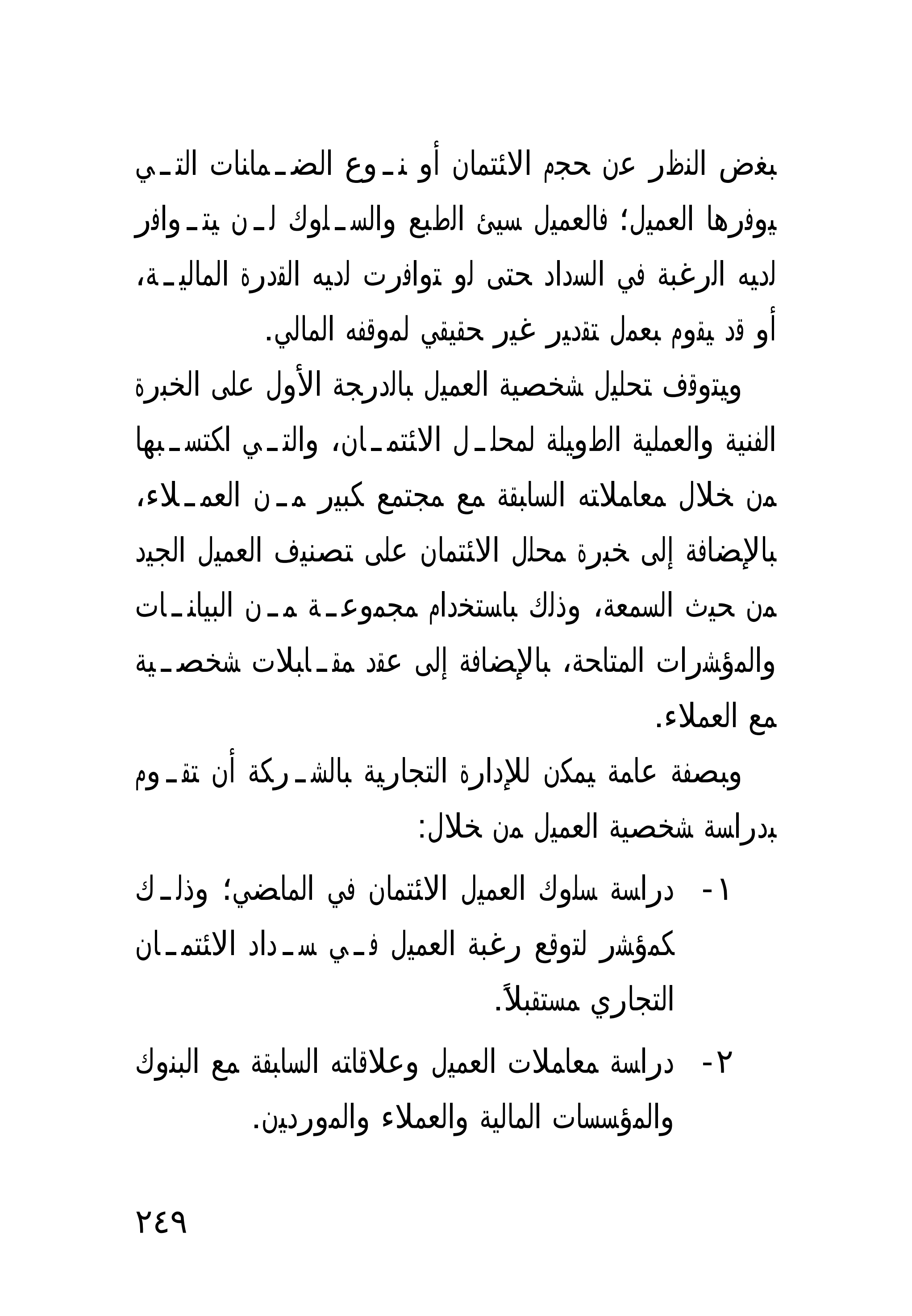
٣- تحديد المصادر الأولية لسداد قيمة المبيعات الآجلة.

٤- تحديد المصادر الثانوية للسداد (الضمانات).

لذلك فسوف نناقش هذه العوامل بشيء من التفصيل.

١- تحليل شخصية العميل:

ينطوي عامل تحليل شخصية العميل على دراسة رغبتـه وسلوكه المتوقع بالنسبة للسداد. فمما لا شكَ فيـه أن أمانـة وسمعة العميل الحسنة ونزاهتـه، وسـلوكه القـويم تُعتبـرُ من العوامل الأساسية التي تؤثر على نجاح الائتمان التجاري


بغض النظر عن حجم الائتمان أو نـوع الضـمانات التـي يوفرها العميل؛ فالعميل سيئ الطبع والسـلوك لـن يتـوافر لديه الرغبة في السداد حتى لو توافرت لديه القدرة الماليـة، أو قد يقوم بعمل تقدير غير حقيقي لموقفه المالي.

ويتوقف تحليل شخصية العميل بالدرجة الأول على الخبرة الفنية والعملية الطويلة لمحلـل الائتمـان، والتـي اكتسـبها من خلال معاملاته السابقة مع مجتمع كبير مـن العمـلاء، بالإضافة إلى خبرة محلل الائتمان على تصنيف العميل الجيد من حيث السمعة، وذلك باستخدام مجموعـة مـن البيانـات والمؤشرات المتاحة، بالإضافة إلى عقد مقـابلات شخصـية مع العملاء.

وبصفة عامة يمكن للإدارة التجارية بالشـركة أن تقـوم بدراسة شخصية العميل من خلال:

١- دراسة سلوك العميل الائتمان في الماضي؛ وذلـك كمؤشر لتوقع رغبة العميل فـي سـداد الائتمـان التجاري مستقبلاً.

٢- دراسة معاملات العميل وعلاقاته السابقة مع البنوك والمؤسسات المالية والعملاء والموردين.

٣- توفير معلومات عن شخصية العميل وسلوكه الشخصي ونزاهته.

٤- قياس جودة شخصية العميل من خلال المقابلة الشخصية معه.

٥- إعداد تحريات عن العميل عن طريق قسم الاستعلامات بالشركة، أو عن طريق مكاتب متخصصة في ذلك.

ويساعد تحليل السلوك الائتمان للعميل في الماضي في إعطاء محلل الائتمان مؤشرا أوّليا وأساسيا عن رغبة وقدرة العميل على سداد الائتمان التجاري، وبالرغم من صعوبة دراسة وتحليل شخصية العميل وتحديد رغبته وقدرته على السداد إلا أن حساسية محلل الائتمان وتوقعه لسلوك العميل في ظل الظروف الاقتصادية والمالية الجيدة والسيئة، يساعد في إعطاء فكرة عامة تساعد في تحديد فكره عن سلوك العميل المتوقع؛ فعليه الاعتماد على الحالة الاقتصادية والسلوك المالي كأحد المؤشرات التي تساعد على تحديد القدرة والرغبة على السداد.

٢- تحديد الهدف من الحصول على الائتمان التجاري:Commercial Credit Purpose

من حق مدير الائتمان بالشركة التعرُّف على السبب الرئيسي من قيام العميل بالحصول على المبيعات الآجلة وعدم السداد النقدي؛ ففي بعض الحالات قد يقوم العميل بشراء المواد الخام بهدف تصنيعها، وإعادة بيع المنتج النهائي، ثم عندما يتوافر إيراد من المبيعات يقوم بسداد المشتريات الآجلة، ولكن قد يقوم العميل بإعادة بيع هذه المواد الخام مخالفًا شرط الحصول على الائتمان التجاري.

مثال آخر:

إذا اشترى عماد بهجت سيارة بالتقسيط بغرض استخدامه الشخصي، ثم قام باستخدامها كسيارة أجرة؛ فقد خالف الهدف الذي من أجله حصل على الائتمان التجاري.

والسبب في التأكد من عدم مخالفة العميل للهدف من الحصول على الائتمان التجاري، إن تغيير الهدف قد يؤدي إلى تغيير خطر الائتمان والظروف التي بناء

عليها قد وافق محلل الائتمان على منح المبيعات الآجلة أو البيع بالتقسيط.

٣- تحديد المصادر الأساسية لسداد الائتمان التجاري: Primary Sources For Repayment

إذا توافر لمدير الائتمان التجاري البيانات الشخصية التفصيلية التي تثبت جودة وسمعة العميل، وتأكد من وضوح الهدف من استخدام القرض؛ فعليه أن يقوم بقياس وتحديد قدرة العميل على السداد **Capacity**

ويمكن لمحلل الائتمان القيام بهذه المهمة من خلال:

أ- مساعدة العميل في تحديد القيمة والكمية الحقيقية للمبيعات الآجلة التي يحتاجها العميل؛ وذلك من خلال دراسة المركز المالي، والتدفقات النقدي،ة وأهم مصادر الحصول على الأموال، وقيمة الائتمان التي يمكن الحصول عليه في ضوء ممتلكات العميل. ومن المؤشرات الهامة التي تساعد محلل الائتمان، توافر أموال خاصة لأصحاب الشركة مستثمرة داخليا؛

مما يعطي مؤشرا جيدا لتوافر حافز لنجـاح الشـركة وزيادة ربحيتها بدلاً من الاعتماد الكامل على الـديون والقروض، وعلى محلل الائتمـان أن يقـوم بفحـص ممتلكات العميل، ومستندات الملكية، ومراجعة البيانات المحاسبية الواردة بالقوائم المالية؛ وذلك لدراسة مـدى توافق قيمة الائتمان التجاري المطلوب مع احتياجاتـه. فلا يجب المغالاة أو التوسع في منح المبيعات الآجلـة للعميل إذا كان لا يستطيع بيع هذه السلع خلال الفتـرة المسموح بها للسداد.

ب- دراسة الموقف المالي للعميـل بنـاء علـى البيانـات التاريخية:

يستطيع محلل الائتمان دراسة وتحليل الموقف المـالي للعميل؛ للتأكد من القدرة على السداد من خلال تحليـل القوائم المالية للعميل، ويجب إعادة فحص هذه القـوائم ومراجعتها وتحديد مدى إمكانية الاعتماد عليها؛ حيـث تتعرَض معظم البيانات لتلاعب العملاء بهدف إظهـار الموقف المالي في صورة جيدة، وتُستخدَم النسب المالية كأحد المؤشرات الأساسـية؛ وذلـك لتحليـل سـلوك

المؤشرات المالية خـلال سلسـلة زمنيـة للمسـاعدة في تحديد قدرة العميل على السداد مع أهميـة تحديـد توقعات السداد بناء على الإيرادات الحالية للعميل.

ت- تقدير التدفقات النقدية المتوقعة:

يمكن قياس قدرة عميل الائتمان التجاري علـى سـداد حسابات القبض من خلال دراسة مصادر الدخل النقدية المتوقعة (المقبوضات النقدية) ومصادر المصـروفات المتوقعة (المدفوعات النقدية) وذلك من خـلال إعـداد الموازنة النقدية للتأكد من توافق مواعيد سداد حسابات القبض مع مواعيد توافر النقدية والإيـرادات للعميـل وخاصة كبار العملاء من الشركات والمؤسسات التـي تُستخدَم الائتمان التجـاري كمصـدر دائـم لتمويـل المشتريات الآجلة، فعلى سبيل المثال إذا قام أحد الأفراد بشراء شقة من إحدى شركات الإسكان بالتقسيط بنـاء على دفعات شهرية؛ ففي هذه الحالة يجب دراسة الدخل النقدي الشهري الصافي للعميل من المصادر المختلفـة الدورية، وذلك كأساس لسداد الأقساط الشهرية الدورية.

ويحتاج الأمر أيضا إلى قيام مـدير الائتمـان بدراسـة وتحديد تفاصـيل مصـروفات العميـل العاديـة الدوريـة والعارضة، مع الأخذ في الاعتبار أي التزامات أخرى قِبـل الغير؛ لأنه قد يغفل على بعض العملاء عند التقدُّم للحصـول على الائتمان التجاري حقيقة موقفهم المالي قِبل الغير.

وعلى مستوى مشروعات الأعمال والمؤسسات يتمُّ سـداد الائتمـان والفوائـد الخاصـة بالتـأخير مـن الإيـرادات (صافي المبيعات) والأرباح المتوقع تحقيقها، وفي هذه الحالة مـن الضـروري أن يتأكـد مـدير الائتمـان التجـاري من أن المبيعات الآجلة الممنوحة للعميل ستساعد على زيادة الأرباح وتساند قدرة المشروع على السداد.

ومن الموضوعات الأساسية عند دراسة وتحليل ائتمـان العميل، تقييم ربحية العميل المتوقعة؛ لـذلك يجـب إعـداد الموازنة النقدية والميزانيـة التقديريـة، وحسـاب الأربـاح والخسائر المتوقعة خلال السنوات القادمة.

وتتيح الموازنة النقدية لمحلل الائتمـان تحديـد الفـائض أو العجز النقدي الشهري للعميل؛ ومـن ثَـمَّ تحديـد الحـد الأقصى للمبيعات الآجلة الشهرية فـي المسـتقبل وأسـلوب

سدادها وذلك للتأكد من عـدم اضـطرار العميـل للسـحب على المكشوف من البنوك؛ حيث قد لا يحتاج هذا المصـدر للسداد.

وأخيرا، فإن تحديد قدرة العميل علـى سـداد حسـابات القبض من المصادر الأساسـية يتوقـف علـى المهـارات المحاسبية والمالية والتمويلية التي اكتسبها محلـل الائتمـان من خـلال خبرتـه العمليـة بـإدارة الائتمـان التجـاري، ومن المهارات الأساسية التي يجب توافرها أن يقوم محلـل الائتمان بتحليل التوقيت الزمني للتـدفقات النقديـة الداخلـة والخارجة للعميل حتى يـتمَ قيـاس القـدرة علـى السـداد في المواعيد المحددة من الإيرادات النقديـة التـي سـتتاح في المستقبل مع التنبؤ بخطر السيولة والعجـز والفـائض، وكيف يمكن تغطية العجز المتوقع.

فعلى سبيل المثال لا يمكن الاعتماد على بيـع الأصـول الثابتة للعميل في المستقبل كأحد المصادر التي يمكن الاعتماد عليها لسداد حسـابات القـبض، فقـد لا يرغـب العميـل ولا يستطيع بيع هذه الأصول في المستقبل عند حلول موعـد الاستحقاق أو السداد.

٤- المصادر الثانية المتاحة للسداد:

Secondary Sources Of Payment (Collateral)

إن المصادر الأساسية للسـداد والتـي سـبق الإشـارة إليها تُعتبرُ الفيصل الأساسي عند تحديد قدرة عميل الائتمـان التجاري على السداد؛ فالائتمان التجـاري الجيـد لا يحتـاج إلى ضمانات مادية من العميل، ولكن في نفس الوقت يحتاط مدير الائتمان التجاري، ويطلب من العميـل تقـديم بعـض الضمانات؛ وذلك لمواجهة أي أخطار قد تحدث في المستقبل وتخرج عن إدارة العميل.

ومرّة أخرى فالضمان المادي ليس وسـيلة مـن وسـائل مواجهة سداد حسابات القبض بل يعتبرُ من الأصـول التـي يمكن الرجوع إليها إذا لـم يـتمكن العميـل مـن السـداد من المصادر التي سبق تحديدها ودراستها بدقة، وقد يرجـع السبب أساسا لحدوث اختلاف في ظروف السوق المتوقعـة بالنسبة لنشاط العميل.

وتُعتبرُ الضمانات المادية إحدى الوسائل التي قد يستخدمها مدير الائتمان التجاري؛ وذلك لتغطيـة الأخطـار الخاصـة باحتمال انخفاض التدفقات النقدية التقديريـة مـن التـدفقات

النقدية الفعلية مما قد يؤدي إلى وجود عجز وإعسار العميل. ويمكن لمدير الائتمان التجاري مواجهة ذلك عن طريق تحديد بعض المصادر الثانوية كضمان لتغطية حسابات العميل في حالة التوقف عن السداد.

ولهذا ينظر رجال الائتمان دائما إلى الضمانات Collateral على أنها من المصادر الثانوية Secondary Sources للسداد وليس على أنها من المصادر الأولية، ولا يعتمد عليها بالمرّة عند اتخاذ قرار الموافقة على البيع الآجل.

وعادة يتجنب محلل الائتمان هذه الضمانات؛ وذلك كوسيلة لتغطية حسابات القبض أو مديونية العميل، وتقبل الشركات ضمانات كثيرة مثل البضائع، والأصول الثابتة، والعقارات، والرهن، ولكن بصفة عامة يجب توافر الشروط التالية في هذه الأصول حتى يمكن قبولها كضمانات ثانوية:

١- سهولة تقييم الأصول التي يقدمها العميل.

٢- أن يسهل على إدارة الائتمان التجاري إثبات حق الشركة القانوني في هذه الأصول عند توقف العميل عن السداد.

٣- أن تكون الضمانات الثانوية قابلة للتحويل إلى سيولة نقدية بسهولة.

٤- يفضل دائما أن تكون الضمانات من النـوع الـذي يزداد قيمتها السوقية بمرور الزمن.

وأخيرا فإن العلاقة بين الشركة والعميل يجـب أن تقـوم على أساس الثقة المتبادلة؛ حتى تستطيع الشركة أن تسـاعد في تقدير احتياجات العميل، إن صراحة العميل مع الشـركة وعدم إخفائه للحقائق يساعد ويسهل في الموافقة علـى مـنح قرار الائتمان التجاري.

الأساليب الكمية الحديثة التي تعتمد عليها الشركات عند تقييم جودة عميل الائتمان خاصة من الأفراد.

تستخدم الشركات العالمية- خاصة التي تتوسع في مـنح المبيعات الآجلة للعملاء والبيع بالتقسيط مثل شركات الإسكان وكالات السيارات ومحلات بيع الأدوات الكهربائية بالتقسيط- أنظمة وأساليب متقدمة وذلك لتحديد جودة عميـل الائتمـان التجاري خاصة من الأفراد وذلـك قبـل مـنح الائتمـان، ومن الأساليب شائعة الاستخدام نظام تسجيل الـنقط للعميـل Credit Scoring Systems.

أسلوب تسجيل النقط لتحليل جودة عملاء الائتمان من الأفراد:

يعتبرُ أسلوب تسجيل النقط من الأساليب الكمية الإحصائية الحديثة التي تُستخدَم لتحليل الائتمان الخاص بالأشخاص أو المستهلكين Consumer Credit؛ وذلك عن طريق توقع سلوك العميل في ضوء بعض الخصائص التي يمكن أن يطورها محلل الائتمان التجاري من خلال خبرته في التعامل مع العملاء في الماضي، وباستخدام هذا الأسلوب يتمُّ استخدام قائمة استقصاء أو نموذجا إحصائيا لحساب نقاط كل عميل.

يقوم العميل أو محلل الائتمان بتسجيل خصائص كل عميل في هذا النموذج بناء على نقاط أو أوزان معينة لكل خاصية. مثل النموذج الموضح بشكل (٢/٥) والخاص بتسجيل نقاط العميل، والذي يستخدَم بواسطة إحدى الشركات التي تقوم ببيع السيارات لتجار التجزئة والمستهلك النهائي بالتقسيط.

إن الأوزان أو النقاط الخاصة بكل سؤال بالنموذج تعتمد على خبرة شركة بيع السيارات في البيع الآجل. فعلى سبيل

المثال، تشير النقاط إلى أن العملاء الذين لا يتـوافر لـديهم تليفونات بالمنزل يكون لديهم احتمال عـالٍ لعـدم السـداد عن الذين تتوافر لديهم تليفونات بالمنزل.

وهكذا يتمُّ من خلال النموذج أو الاستقصاء تجميع الـنقط الخاصة بكل عميل ومقارنتها بمعدَّل نمطـي محـدد مسـبقًا Predetermined Score؛ وذلك للمساعدة في اتخاذ قـرار رفض أو قبول طلب العميل للحصول علـى البيـع الآجـل ويسـمى مجمـوع الـنقط للعميـل فـي هـذه الحالـة Credit Risk Score، والذي يقيس احتمال عـدم السـداد بالنسبة لكل عميل.

ويتمُّ الموافقة على منح الائتمان التجاري للعملاء أصحاب النقط أعلى من المعدَّل النمطي الذي تحدده الشركة، ويرفَض طلب العميل صاحب النقط الأقل من المعدل النمطي.

ومن النماذج الأولى التي طُورت لتسجيل نظـام الـنقط لتحليل الائتمان نموذج يعتمد علـى ٩ عناصـر رئيسـية، وفيما يلي شرح مبسط لهذا النموذج.

(شكل ٣/٥)

قائمة تسجيل النقط للعميل

١- التليفون						النقط
بالمنزل	عند الأقارب	لايوجد				
٥	١	صفر				
٢- الاقامـــة						
تمليك منزل	تمليك كمنزل بالتقسيط	يؤجر منزل	يعيش مع آخرون	يؤجر شقة	يؤجر حجرة	
٦	٣	٢	١	صفر	صفر	
٣- حسابات مع البنوك						
لايوجد	حساب واحد	أكثر من حساب				
صفر	٤	٦				
٤- سنوات الاقامة بالعنوان الحالى						
أقل من نصف سنة	من ٢ سنة	٣-٧سنة	أكثر من ٧ سنوات			
صفر	١	٣	٤			
٥- عدد أفراد أسرة العميل (متضمنة العميل)						
١	٢	٣-٦	أكثر من ٧			
٢	٤	٣	صفر			
٦- الدخل الشهرى بالجنيه						
أقل من ٩٠٠	٩٠١-١١٠٠	١١٠١-١٤٠٠	١٤٠١-١٧٠٠	أكثر من ١٧٠٠		
صفر	١	٢	٦	٨		
٧- طول فترة العمل الحالى (سنة						
أقل من	نصف-٢	٣-٧	٨سنوات			
صفر	١	٢	٤			
٨- النسبة المئوية للمبيعات الآجلة (٪)						
أقل من ٥٠٪	٥٠-٦٩	٧٠-٨٤	٨٥-٩٩			
٥	٣	١	صفر			
٩- نقاط اختيارية لمحلل الائتمان نتيجة المقابلة الشخصية (+٥ ـــ -٥)						
١٠- اجمالى نقاط العميل						

كارت نقاط الائتمان

اسم العميل

....

العنوان

....

مجموع نقاط إئتمان العميل

....

تقييم نقاط العميل اذا كانت قيمة الائتمان

من صفر الى ٢٠٠٠ جنيه

صفر-١٨سنة	١٩-٢١	٢٢ أو أكثر
رفض	ارجع للمركز الرئيسي	قبول

اذا كانت قيمة المبيعات

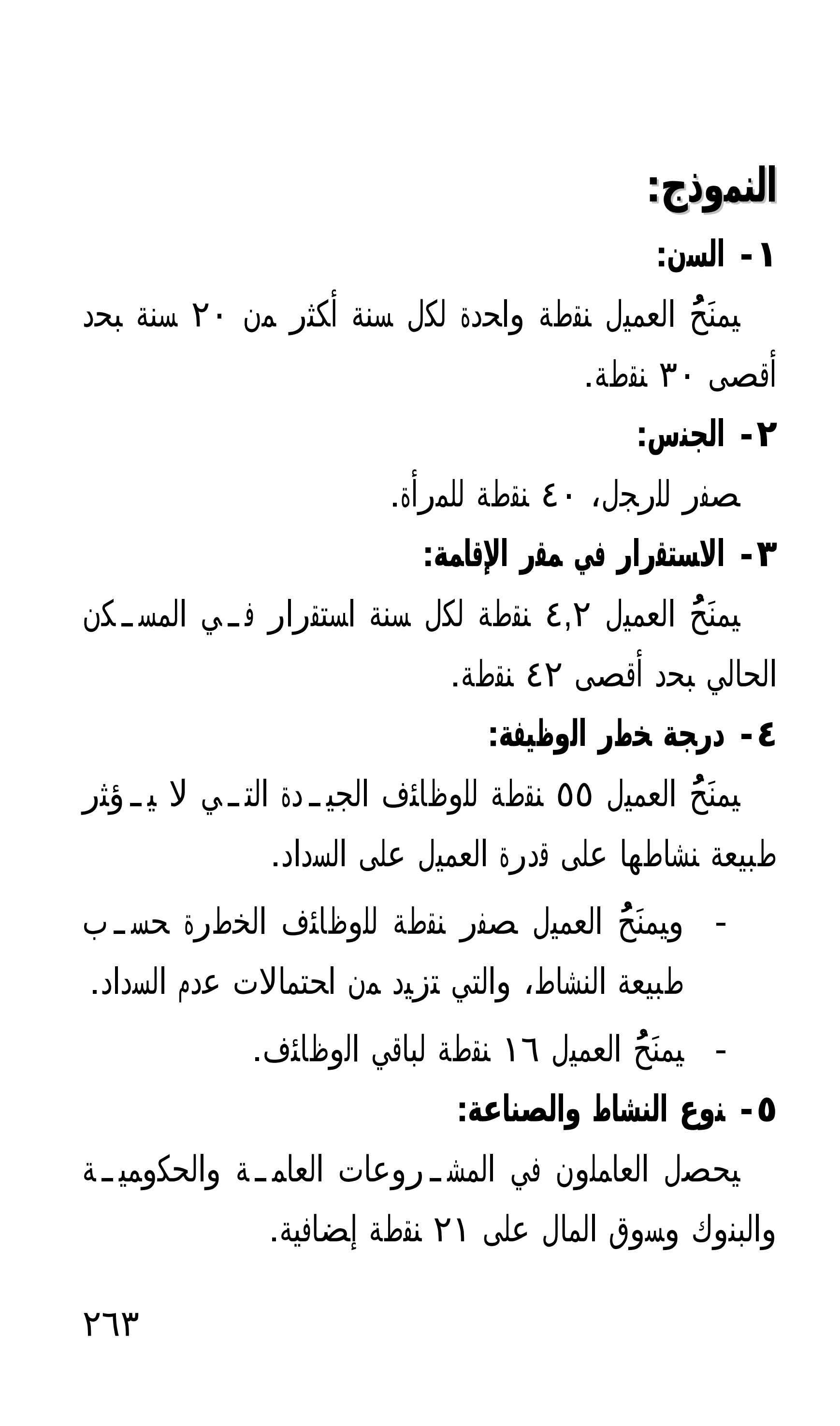
الآجلة من ٢٠٠١ - ٥٠٠٠

صفر-٢١	٢٢-٢٤	أكثر من ٢٥
رفض	الرجوع لمركز الرئيسي	قبول

اذا كانت قيمة الائتمان الآجل

أكثر من ٥٠٠٠

صفر-٢٣	٢٤-١٧	٢٧ فأكثر
رفض	الرجوع للمركز الرئيسي	قبول



النموذج:

١- السن:

يمنَحُ العميل نقطة واحدة لكل سنة أكثر من ٢٠ سنة بحد أقصى ٣٠ نقطة.

٢- الجنس:

صفر للرجل، ٤٠ نقطة للمرأة.

٣- الاستقرار في مقر الإقامة:

يمنَحُ العميل ٤,٢ نقطة لكل سنة استقرار في المسكن الحالي بحد أقصى ٤٢ نقطة.

٤- درجة خطر الوظيفة:

يمنَحُ العميل ٥٥ نقطة للوظائف الجيدة التي لا يؤثر طبيعة نشاطها على قدرة العميل على السداد.

- ويمنَحُ العميل صفر نقطة للوظائف الخطرة حسب طبيعة النشاط، والتي تزيد من احتمالات عدم السداد.
- يمنَحُ العميل ١٦ نقطة لباقي الوظائف.

٥- نوع النشاط والصناعة:

يحصل العاملون في المشروعات العامة والحكومية والبنوك وسوق المال على ٢١ نقطة إضافية.

٦- الاستقرار في العمل:

يحصل العميل على ٥,٩ نقطة لكل نقطة سنة استقرار في العمل بحد أقصى ٥٩ نقطة.

٧-٩- ممتلكات العميل:

يحصل العميل على النقط التالية في حالة توافر الأصول التالية:

١- حساب بالبنك ٤٥ نقطة

٢- عقارات وأراضٍ ٣٥ نقطة

٣- بوليصة تأمين على الحياة ١٩ نقطة

والمثال التطبيقي التالي يوضح كيف يمكن استخدام أسلوب النقط في اتخاذ قرار الموافقة على البيع الآجل للعميل.

مثال:

توافر لديك البيانات التالية عن عميلين من الأشخاص الذين تقدَموا للحصول على بضاعة بالائتمان التجاري، وفيما يلي البيانات الخاصة بكل منهم:

الخصائص	العميل الأول	العميل الثاني
١- الوظيفة ٢- السن	محاسب في أحد البنوك ٣٠ سنة	سكرتيرة في فندق ٣٥ سنة

٣- الجنس	رجل	سيدة
٤- مدّة العمل	٥ سنوات	١٢ سنة
٥- الاستقرار في الإقامة	٦ سنوات	١٠ سنوات
٦- حساب جارٍ بالبنك	يوجد	يوجد
٧- عقارات وأملاك	لا يوجد	تمتلك منزلاً
٨- بوليصة تأمين	لا يوجد	يوجد

فإذا علمت أن النقط المعيارية للتفرقة بين العميل الجيد والعميل غير الجيد هي: ١٢٥ نقطة.

أي أنه إذا كان إجمالي نقاط العميل أكبر من أو تساوي ١٢٥ نقطة فإنه عميل جيد؛ وبالتالي يمكن السماح له بالبيع بالتقسيط، أما إذا كان إجمالي النقط أقل من ١٢٥ نقطة فإن العميل غير جيد، ويرفَض طلبه للحصول على الائتمان التجاري.

تحليل ائتمان العملاء باستخدام طريقة النقط

جدول تسجيل نقط العملاء

الخصائص	العميل الأول	العميل الثاني
١- السن	١٠	١٥
٢- الجنس	صفر	٤٠
٣- الاستقرار بالإقامة	٢٥	٤٢
٤- درجة خطر الوظيفة	٥٥	١٦
٥- الصناعة والنشاط	٢١	٢١
٦- الاستقرار بالعمل	٢٩	٥٩
٧- حساب بالبنك	٤٥	٤٥
٨- عقارات وأراضٍ	-	٣٥
٩- بوليصة تأمين	-	١٩
مجموع النقط	**١٨٥**	**٢٩٢**

لاحظ أن مجموع نقط السكرتيرة أعلى من المحاسب؛ وذلك بسبب الخصائص والجنس/ امتلاكها للعقارات وبوليصة التأمين/ فرق السن والخبرة.

وبناء على النقط المعيارية الموضوعة فإنه يمنَحُ الموافقة على منح الائتمان التجاري للعميلين (المحاسب والسكرتيرة)؛ وذلك لأن مجموع النقط الخاصة بكل منهما أعلى من ١٢٥ نقطة.

وبالإضافة إلى أسلوب النقط فإن محلل الائتمان يعتمد على مجموعة من العوامل الأخرى والمؤشرات والبيانات المتوافرة عن شخصية وسمعة العميل؛ وذلك للموافقة بصفة نهائية على منح القرض، ولقياس قدرة ورغبة العميل على إعادة الدفع.

والنموذج التالي شكل رقم (٣/٥) يعطي مثالاً آخر لاستخدام أسلوب النقط في تحليل الائتمان لأحد الشركات التجارية، لاحظ أن هذا النموذج يعطي وزنًا لكل خاصية متوافرة لدى العميل، والتي يمكن أن تؤثر في النهاية على قرار منح الائتمان.

خطوات إعداد النموذج الخاص بتسجيل النقط لتحليل الائتمان:

Credit Scoring Scheme Steps

١- تجميع معلومات تاريخية كاملة عن مجموعة العملاء الجيدين Good Clients الذين قاموا بسداد القروض في مواعيد استحقاقها، وكذلك بيانات العملاء غير الجيدين الذين توقفوا عن السداد؛ وذلك بغرض تحليلها.

٢- تحديد أهم الخصائص الجيدة الموجودة في طلبات الائتمان Credit Application لهؤلاء العملاء، والتي يمكن أن تُعتبرُ من العوامل التي تساعد في التنبؤ بمتانة المركز المالي لعميل الائتمان Credit Worthiness، ويتمُّ أيضا تحديد مجموعة من النقط والأوزان لكل خاصية أو متغير بالشكل الذي يساعد في التفرقة بين خصائص العميل الجيد وغير الجيد.

شكل رقم (٥/٣)

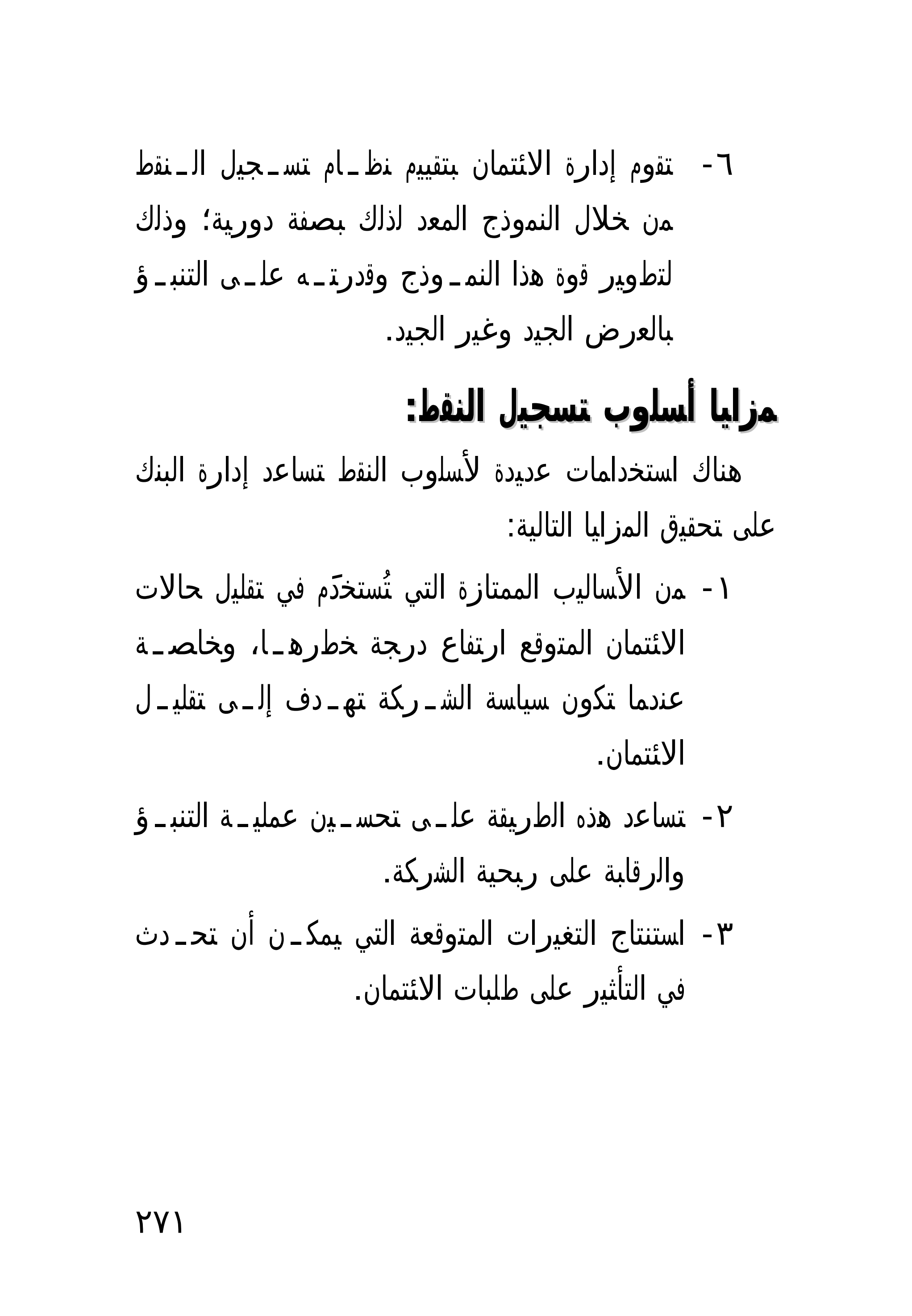
مثال على نظام تسجيل نقط الائتمان Credit Scoring System

العوامل	النقط	العوامل	النقط
محل الإقامة (مؤجر/ مستأجر) :		معاملات البنك :	
(أ) يمتلك / مشترى	٤٠	(أ) حساب جاري وحساب ادخار	٦٠
(ب) إيجار	٨	(ب) حساب جاري	٤٠
(جـ) بدون إجابة	٨	(جـ) حساب ادخار	٤٠
(د) أخرى	٢٥	(د) حساب ادخار وقرض أو	٣٠
مدة الإقامة في العنوان الحالي:		حساب جاري وقرض.	
(أ) أقل من ٦ شهور	١٢	(هـ) قرض فقط	١٠
(ب) ٦ شهور ــ ٢ سنه	١٥	(و) لا يوجد أي مما سبق	١٠
(جـ) ٢ سنه ــ ٦,٥ سنه	٢٢	(ر) بدون أجابه	١٠
(د) أكثر من ٦,٥ سنه	٣٥	تزكيه من شركات أو مؤسسات	
(هـ) لا يوجد	١٢	ماليه :	
مدة العمل فى الوظيفة الحالية :		(أ) خطاب تزكيه واحد	١٥
(أ) أقل من ١,٥ سنه	١٢	(ب) أثنين أو أكثر	١٠
(ب) من ١,٥ ــ ٣ سنوات	١٥	(جـ) لا يوجد	٥
(جـ) ٣ سنوات ــ ٥,٥ سنه	٢٥	(د) بدون أجابه	١٠
(د) على المعاش	٤٨	أجمالي الدخل السنوى	
(هـ) بدون عمل ويحصل على	٢٥	(أ) صفر ــ ١٥٠٠ جنيه	٥
نفقة/ يعول أطفال: يحصل على		(ب) ١٥٠٠ ــ ٣٠٠٠ جنيه	١٥
مساعده من الدولة		(جـ) ٣٠٠٠ ــ ٥٠٠٠ جنيه	٣٠
(و) أكثر من ٥,٥ سنه	٤٨	(د) ٥٠٠٠ ــ ١٠٠٠٠ جنيه	٥٠
(ر) يعمل بصناعات منزليه	٢٥	(هـ) أكثر من ١٠٠٠ جنيه	٧٠
(ز)بدون عمل أو رعاية من الدوله	١٢	الالتزامات الشهرية :	
(ح) بدون أجابه	١٢	(أ) صفر ــ ١٠٠ جنيه	٣٥
سن طالب القرض :		(ب) ١٠٠ ــ ٣٠٠ جنيه	٢٥
(أ) أقل من ٤٥ سنه	٤	(جـ) أكثر من ٣٠٠ جنيه	١٠
(ب) ٤٥ سنه أو أكثر	٢٠	(د) لا يوجد	٤٥
(جـ) بدون أجابه	٤	(هـ) بدون أجابه	١٠
		نقتط لترتيب العميل :	صفر
		(أ) لا يوجد أي تحريات عن	صفر
		العميل	
		(ب) لا يوجد إي سابق تعامل	ــ ٢٠
		(جـ) نقطتين ضعف أو أكثر	صفر
		(د) نقطة ضعف واحدة	١٥
		(هـ) ترتيب ايجابى (لا يوجد	
		نقاط ضعف)	

٣- تُستخدَم هذه الأوزان والنقط في عمل دراسة استكشافية أولية تجريبية Pilot Study من الحسابات الجيدة وغير الجيدة.

٤- اختبار مجموع النقط النمطي أو المعياري Cutoff Score الذي يساعد في اتخاذ قرار الموافقة على جودة العميل أو العكس، ويطلَقُ على هذا المجموع المعياري منطقة الرفض أو القبول، وقد تكون في شكل مجال معين وليس مجرَّد نقطة واحدة، وإذا لم يتعدَّ العميل هذا المجال يعتبرُ عميلاً يعظم خطر عدم الدفع.

٥- وللتأكد من جودة هذا النظام يستخدَم مع الأساليب التقليدية للإقراض؛ وذلك للتأكد من أن القرارات التي تمَّ استنتاجها من نظام تسجيل النقط مقبولة من إدارة الائتمان، ويمكن أيضا إجراء اختبارا إحصائيا؛ وذلك للحكم على كفاءة المعدَّل النمطي الذي يستخدَم في عملية التفرقة بين العميل الجيد والعميل غير الجيد.



٦- تقوم إدارة الائتمان بتقييم نظـام تسـجيل الـنقط من خلال النموذج المعد لذلك بصفة دورية؛ وذلك لتطوير قوة هذا النمـوذج وقدرتـه علـى التنبـؤ بالعرض الجيد وغير الجيد.

مزايا أسلوب تسجيل النقط:

هناك استخدامات عديدة لأسلوب النقط تساعد إدارة البنك على تحقيق المزايا التالية:

١- من الأساليب الممتازة التي تُستخدَم في تقليل حالات الائتمان المتوقع ارتفاع درجة خطرهـا، وخاصـة عندما تكون سياسة الشـركة تهـدف إلـى تقليـل الائتمان.

٢- تساعد هذه الطريقة علـى تحسـين عمليـة التنبـؤ والرقابة على ربحية الشركة.

٣- استنتاج التغيرات المتوقعة التي يمكـن أن تحـدث في التأثير على طلبات الائتمان.

٤- تساعد هذه الطريقة في الرقابة على تنمية مهـارات محلل الائتمان بواسطة مدير الائتمـان، بالإضـافة لوضع أساليب وأدلة عمل داخلية.

٥- من المؤشرات الكميـة الإضـافية التـي تُسـتخدَم إلى جانب الأساليب الأخرى؛ وذلك للحكم على جودة العميل.

٦- يساعد أسلوب تسجيل النقط في إمداد الإدارة العليـا بمعلومات تساعد في عملية تخطيط وإدارة سياسات الائتمان.

٢/٥/٦ استخدام أسلوب التمييز لتحليل الائتمان:

Discriminate Analysis (DA) Technique For Credit Analysis

يختلف قرار منح الائتمان للأشخاص عـن قـرار مـنح الائتمان بالنسبة للشركات ومشروعات الأعمال؛ حيث تكثـر المتغيرات التي تؤثر على اتخاذ قـرار الائتمـان، وتواجـه الشركة أيضا مشكلة في تحديد العميل الجيد والعميـل غيـر الجيد.

وهناك بعض الأساليب والطـرق الكميـة التـي يمكـن أن تساعد على تصنيف العميل، وتحديد درجة الخطر بالنسبة لطلب الائتمان، وعادة ما تُستخدَم هذه الأسـاليب فـي بنـاء نموذج على أساس خبرة الشـركة السـابقة فـي التعامـل مع العملاء، وبناء على المؤشرات الكمية لكل عميل.

ولقد استخدم كثير مـن الكُتـاب والبـاحثين والعـاملين في البنوك والشـركات أسـلوب التمييـز Discriminate Analysis (DA)؛ وذلك لبناء نموذج إحصـائي يسـتخدَم للتفرقة والتمييز بين العميل الجيد والعميل غير الجيد Good & Bad Client؛ وبالتالي اتخاذ قرار قبول أو رفض طلب العميل للائتمان.

ويتشابه هذا الأسلوب الإحصائي مع أسـلوب الانحـدار المتعـدد Multiple Regression Analysis (MRA) من حيث دراسة تأثير مجموعـة مـن العوامـل المسـتقلة Independent Variables على أحد المتغيـرات التابعـة Dependent Variable حيث تُستخدَم مجموعة العوامـل المستقلة؛ وذلك للتنبؤ بسلوك متغيـر تـابع فـي المسـتقبل

أو لتحديد أهم العوامل التي أثرت في سلوك هذا المتغير التابع خلال فترات معينة.

المثال:

بفرض قيام أحد البنوك بمنح الائتمان لكل الطلبات الجديدة على سبيل التجربة. قام البنك أيضا بتسجيل متغيرين فقط لكل عميل عند تقديم طلب الائتمان

- المتغير الأول: حجم المشروع (س ١).
- المتغير الثاني: نسبة السيولة (س ٢).

وقد تمَ تسجيل بيانات هذه المتغيرات بصرف النظر عن قيام العميل في نهاية فترة التجربة بسداد القرض أم لا. وعند حلول موعد سداد القرض:

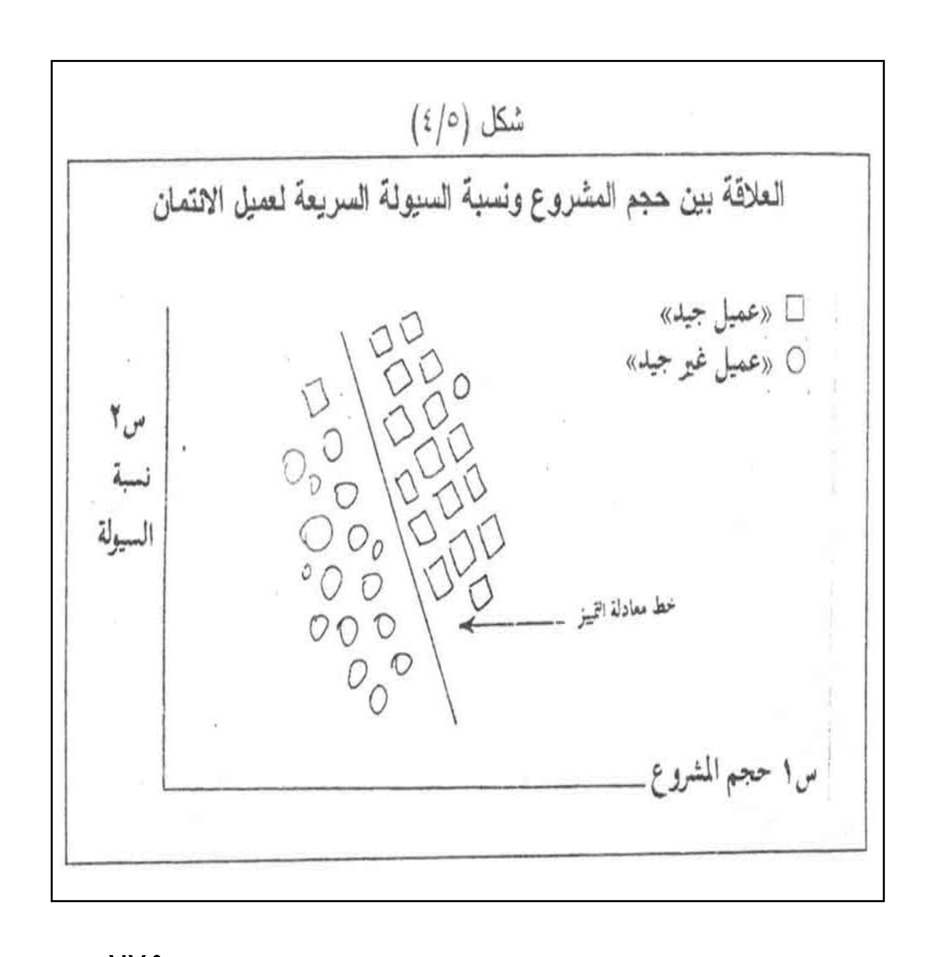
إذا قام العميل بسداد القرض يصنف تحت مجموعة << عميل جيد >>

إذا توقف العميل عن السداد يصنف تحت مجموعة << عميل غير جيد >>.

ومن خلال توافر بيانات عن حجم المشروع ونسبة السيولة (عوامل مستقلة) يمكن أن ننشئ علاقة أو نرسم خط تمييز يفرق بين هذه العوامل المستقلة، وبين قيام العميل

بالسداد أم لا (جيد/ غير جيد) كعامل تابع. فهل يستطيع البنك بتحليل ودراسة هذه العلاقة أن يتنبأ بجودة عميـل الائتمـان الجديد مستقبلاً.

يمكن تمثيل هذه العلاقة بيانيا في الشكل التالي:



يبين هذا الشكل رقم (٤/٥) العلاقة بين حجـم مشـروع العميل ونسبة السيولة. بتمثيل هذه العلاقة بيانيا لكل عميـل يمكن أن نجد الخط الذي يميز أو يفرق بين العميـل الجيـد والعميل غير الجيد.

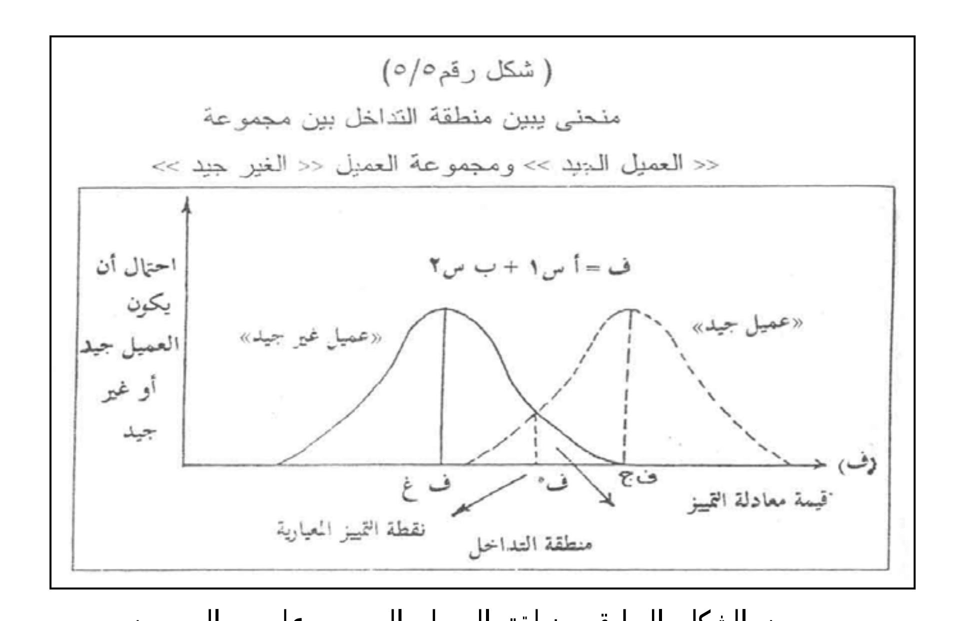
وحتى يمكن الوصول لهذه العلاقة من الناحية الإحصائية نستخدم معادلة التمييز المبسطة التالية:

ف = أ س ١ + ب س ٢

حيث س ١ = حجم مشـروع العميـل، س ٢ = نسـبة السيولة

أ، ب = المعايير المطلوب حسابها في خلال هذه المعادلة.

ف = نقط التمييز المعيارية أو إجمالي النقط لكل عميـل جديد، ونحن نهدف إلى حل المعادلة حتى نسـتطيع حسـاب << ف>> ويبين الشكل التالي خط معادلة التمييز.



يبين الشكل السابق منطقة العميل الجيـد علـى اليمـين ومنطقة العميل غير الجيد على الشمال، لاحظ أيضا أن هناك منطقة تداخل تجمع ما بين العميل الجيد والعميل غير الجيد. وكلما صغرت منطقة التداخل كلما أمكن اسـتخدام أسـلوب التمييز في التفرقة بين العميل الجيد والعميل غير الجيد.

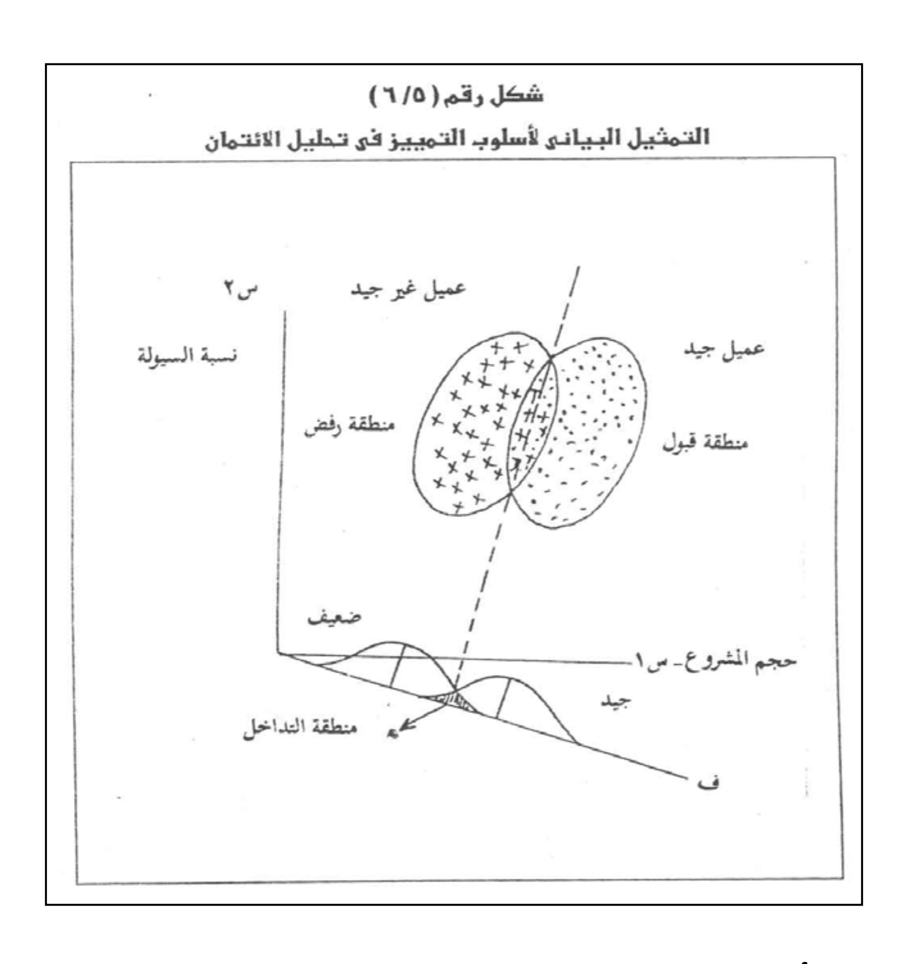
ونظريا نريد التوصل إلى (ف) وهـي نقطـة الـرفض أو القبول المعيارية، ولكن نظرا لوجود منطقة التداخل فـإن نقطة الرفض المعيارية تقع داخل هذه المنطقة؛ وعلى ذلـك يمكن تحديد النطاق الذي عن طريقه نستطيع أن نميـز بـين

العميل الجيد والعميل غير الجيد،، ولذلك فالأفضل دائما تحديد هذا النطاق.

فعلى سبيل المثال إذا كان هذا النطاق يقع بين ١,٧٠ إلى ٢,١٠ نقطة، وبافتراض أن العينة المختارة تثبت إحصائيا أنها تستطيع اختيار أو قبول أو رفض طلب عميل الائتمان. فإننا نقبل العميل الذي يحقق نقطًا أعلى من ٢,١ نقطة، ونرفض العملاء الذين يحققون نقطًا أقل من ١,٧، بالنسبة للعملاء الذين يحققون نقطًا تقع ما بين منطقة التداخل (١,٧ – ٢,١) فيمكن إعادة فحص طلب الائتمان مرّة أخرى، ونعيد تقييم موقفهم في ضوء المعلومات المتاحة، وفي ضوء سياسة الائتمان الداخلية للبنك.

ويوضح الشكل رقم (٦/٥) التمثيل البياني لاستخدام أسلوب التمييز في تحليل الائتمان حيث يجمع بين الشكلين السابقين.

وتجدر الإشارة إلى أن المثال السابق عبارة عن مدخل مبسط جدا لاستخدام أسلوب التمييز في تحليل الائتمان ودون الدخول في التفصيلات الإحصائية؛ وذلك لتبسيط هذا المفهوم للقارئ.



شكل رقم (٦/٥)
التمثيل البيانى لأسلوب التمييز فى تحليل الائتمان

أسلوب التمييز المتعدد:

Multiple Discriminate Analysis

يقصدُ بأسلوب التمييز المتعدد وجود العديد من المتغيرات المستقلة التي تؤثر على المتغير التابع، في المثال السابق كان

هناك متغيران مستقلان فقط، ولكن عادة مـا يوجـد أكثـر من متغير مستقل يؤثر على المتغير التابع.

ويستخدَم أسلوب التمييز المتعدد في إعداد نموذج للتنبـؤ بالعميل الجيد وغير الجيد عند تحليل الائتمان كما سبق شرح المفهوم على الصفحات الماضية، ولقد خصص الكاتب هـذا الجزء لشرح بعض الدراسات التي استخدمت هذا الأسـلوب في الواقع العملي.

يرجـع الفضـل أساسـا لإدوارد ألتمـان Edward I. Altman في تشجيع العديد من الباحثين والبنوك والشركات على استخدام أسلوب التمييز المتعدد؛ وذلك لتحديـد درجـة الخطر عند منح الائتمان، أو في تحديد جودة العميل، أو في تحديد أهم العوامل التي يمكن أن تُستخدَم في التفرقـة بـين مجموعتين.

استخدم إدوار ألتمان.. أسلوب التمييز المتعدد في التفرقة بين الشركات التي أفلسـت (ي الشـركات الفاشـلة ماليـا) والشركات التي لم تفلس (أي الناجحة ماليا) وقـد اسـتطاع أن يبني النموذج التالي:

ف = ٣,٣ س١ + ١ س ٢ + ٠,٠٦ س٣ + ١,٤ س٤ + ١,٢ س٥

س١ = معدّل العائد على الأصول = الأرباح قبل الضرائب والفوائد / إجمالي الأصول × ١٠٠

س٢ = معدّل دوران الأصول = صافي المبيعات / إجمالي الأصول

س٣ = القيمة السوقية لحق الملكية / القيمة الدفترية للديون

س٤ = نسبة الأرباح المحتجزة لإجمالي الأصول = الأرباح المحتجزة / إجمالي الأصول × ١٠٠

س٥ = نسبة رأس المال العامل لإجمالي الأصول = رأس المال العامل / إجمالي الأصول × ١٠٠

<< ف>> للمعادلة على أسـاس مؤشـر عـام لقيـاس الشركات الناجحة، وهي التي حققـت معـدّل نقـط أعلـى

من ٢,٧ نقطة، والشركات التي حققت نقط أقل من تلك حدث لها إفلاس.

واستتبع دراسة إدوارد قيام العديد من الباحثين والبنـوك باستخدام أسلوب التمييز المتعدد؛ وذلك لتطوير بعض النماذج التي يمكن أن تساعد مدير الائتمان في توقع نجاح أو فشـل الشركات في سداد الديون.

وقد قام روبرت ليبـي Robert Libby بتطبيـق أحـد الأساليب الإحصائية؛ وذلك لقيـاس قـدرة النسـب الماليـة للشركات على مساعدة محلل الائتمان للتنبؤ بنجاح أو فشـل الشركات ماليا.

استخدم الباحث عينة من ٦٠ شركة ٥٠٪ شركات ناجحة، و٥٠٪ شـركات فاشـلة،وعدد حـوالي ١٢ نسـبة ماليـة تمَ حسابها من سنة إلى ثلاث سنوات قبـل حـدوث الفشـل المالي العام وعدم القدرة على سداد الديون، ولقد تمَ اختيـار هذه العينة على أساس عشوائي.

من بين الـ ١٢ نسبة ماليـة اختـار النمـوذج خمـس متغيرات فقط (نسب)؛ وذلك للتفرقة بين الشركات الناجحـة

والشركات الفاشلة ماليا، ولقد تمَ اختبار هذا النموذج في أكثر من بنك.

وفيما يلي أهم النسب التي اعتمد عليها أسلوب التفرقة:

١- معدَل العائد على الأصول = صافي الربح / إجمالي الأصول × ١٠٠

٢- نسبة الأصول المتداولة إلى المبيعات = الأصول المتداولة / المبيعات × ١٠٠

٣- نسبة التداول = الأصول المتداولة / الخصوم المتداولة

٤- نسبة الأصول المتداولة إلى إجمالي الأصول = الأصول المتداولة / إجمالي الأصول × ١٠٠

٥- نسبة النقدية إلى إجمالي الأصول = النقـــــدية / إجمالي الأصول × ١٠٠

ولقد أثبتت الدراسة نجاح مثل هذه النمـاذج الإحصـائية وذلك في التنبؤ بالشركات الجيدة والشركات غير الجيدة عند تقديم شركات جديدة لطلب الائتمان.

محددات استخدام النماذج الكمية لتحليل الائتمان:

إن استخدام الأساليب الكمية لتحليـل الائتمـان لا تغنـي عن قيام محلل الائتمان بقياس قدرة العميـل علـى السـداد

باستخدام كافة البيانات والمؤشرات الأخرى العامـة وغيـر الكمية، وفي ضوء حساسية محلل الائتمان وخبرته السابقة.

وتُعتبرُ هذه الأساليب والنماذج الكميـة مؤشـرا مكمـلاً أو مساعدا يتمُّ بناؤها على أساس خبرة البنك فـي التعامـل مع العملاء، وبناء على بيانات تاريخية تقيس العميل الجيـد والعميل غير الجيد.

ويتوقف نجاح هذه الأساليب على توافر بيانات ومؤشرات مالية حقيقية دقيقة وموثوق في دقتها، وعلى القائم بتطـوير النماذج أن يتأكد من ذلك.

وما يعاب على الأساليب والنماذج الإحصائية والكمية هو عدم قدرتها على الأخذ في الاعتبار العوامل والمؤشرات التي يصعب قياسها بشكل كمي مثل علاقة البنك مـع العمـلاء، وبعض هذه العوامل التي يصعب تحويلها إلى متغيرات كمية يعتبرُ من المؤشرات الأساسية عند اتخاذ قرار الائتمان.

هناك أيضـا بعـض الأخطـار مثـل أخطـار السـوق Market Risk يصعب التنبؤ بها باستخدام هـذه الأسـاليب الكمية، وتؤثر في تحليل ائتمـان العميـل، وقيـاس قدرتـه على السداد.

وفي نهاية هذا الجزء، أودُّ الإشارة إلـى أن خصـائص السوق المالي وخصائص العملاء التي يعمل فـي ضـوئها الشركات، بالإضافة إلى ظروف السوق ومـدى اسـتقراره تؤدي إلى أن كل مؤسسة مالية تعمل على تطوير الأسـاليب التي يمكن استخدامها من واقع خبرتها العملية لتحليل الائتمان سواء أكانت مؤشرات عامة أو غير كمية أو كمية.

الجهود الخاصة بتحصيل حسابات القبض:

إن السبب الأساسي للرقابة المستمرَة على عملية تحصيل حسابات القبض أن احتمالات عدم السداد ترتفع كلما تـأخر العميل عن السداد.

ولهذا فـإن الرقابـة علـى حسـابات القـبض تركـز على التخلص من حسابات القبض المتأخرة.

ومن الأساليب الشائعة لتقييم موقف الشركة الحالي هـي نسب السيولة، ويستطيع المدير المالي أن يحدد كفاءة الرقابة على عملية تحصيل حسابات القبض عـن طريـق فحـص متوسط فترة التحصيل، نسبة أوراق القبض إلـى الأصـول، نسبة المبيعات الآجلة إلى حسابات القـبض (معـدَل دوران

حسابات القبض) ونسبة قيمـة الـديون المعدومـة بالنسـبة إلى المبيعات عبر الزمن.

ويستطيع المدير المالي أيضا أن يقوم بفحـص وتحليـل حسابات القبض بشيء من التفصيل إما حسب القيمة بالجنيـه أو نسبة كل حساب إلى إجمالي حسابات القبض خاصة التي تأخرت عن السداد، ويبين الجدول التـالي تحلـيلاً لجـدول الديون الآجلة المتأخرة.

فترة حسابات القبض (بالأيام)	القيمة بالجنيه	النسبة المئوية للإجمالي
صفر – ٣٠	٣٠٤٢٠٠٠	٣٩٪
٣١ – ٦٠	١٩٥٠٠٠٠	٢٥٪
٦١ – ٩٠	١٣٢٦٠٠٠	١٧٪
٩١ – ١٢٠	٩٣٦٠٠٠	١٢٪
أكبر من ١٢٠	٥٤٦٠٠٠	٧٪
الإجمالي	٧٨٠٠٠٠٠	١٠٠٪

ملخَّص الفصل

ناقش هذا الفصل إدارة حسابات القبض كأحد البنود الرئيسية لرأس المال العامل التي تظهر نتيجة لعملية البيع الآجل، وقد تمَ استعراض أهم العوامل التي تؤثر على تحديد حجم استثمارات الشركة في حسابات القبض والمدينين مثل: نسبة المبيعات الآجلة إلى إجمالي المبيعات، مستوى حجم مبيعات الشركة، شروط البيع ونوع وجودة العميل.

تمَ دراسة العوامل التي تساعد في تحليل جودة عميل المبيعات الآجلة خاصة، الشخصية، القدرة المالية للعميل، رأس المال والثروة، الضمانات، والظروف الاقتصادية. أن الاتجاهات الحديثة للفكر الإداري قد أعادت صياغة هذه العناصر إلى أربع عوامل فقط من خلال تجارب الشركات في الواقع العملي عند منح الائتمان وهي:

١- تحليل شخصية العميل.

٢- تحديد الهدف من الحصول على الائتمان التجاري.

٣- تحديد المصادر الأولية لسداد قيمة المبيعات الآجلة.

٤- تحديد المصادر الثانوية للسداد (الضمانات).

تمَ مناقشـة الأسـاليب الكميـة الحديثـة التـي تعتمـد عليها الشركات عند تقييم جـودة عميـل الائتمـان خاصـة من الأفراد، حيث تمَ توضيح أسلوب تسجيل النقط، وكيـف يمكن تطويره في الواقع العملي، تمَ أيضا شـرح اسـتخدام أسلوب التمييز كوسيلة لتحليل جودة العميل من الشركات.

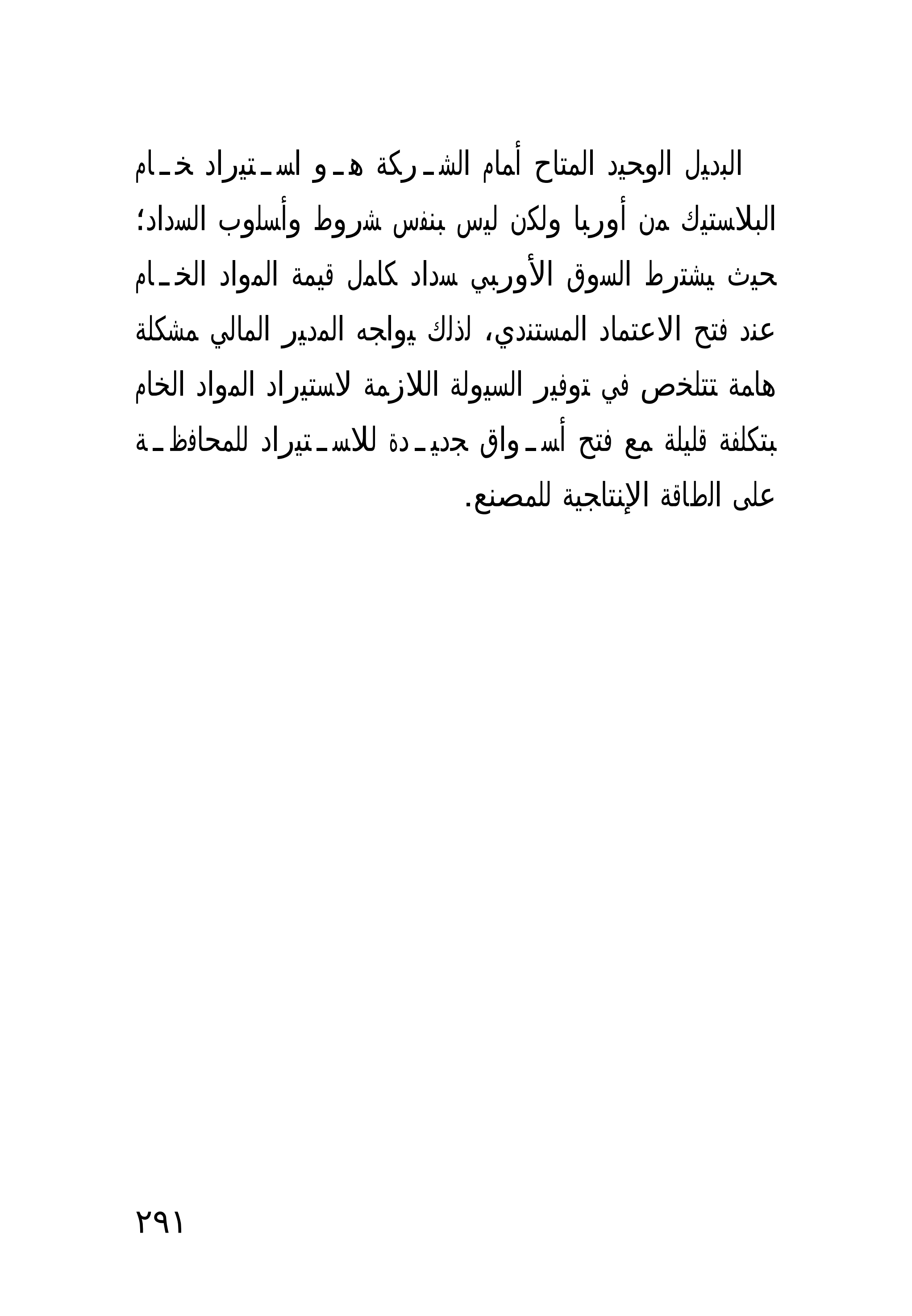
الفصل السادس

إدارة المخزون

"الاعتمادات المستندية لاستيراد خام البلاستيك"

تعتمـــد الشـــركة العالميـــة لمنتجـــات البلاســـتيك في العاشر من رمضان بصفة دورية مستمرَّة على اسـتيراد بودرة البلاستيك من دول جنوب شـرق آسـيا، وتسـتخدم الشركة نظام الاعتماد المستندي الذي يتمُّ إصداره عن طريق البنك التجاري الدولي (CIB) لتسهيل عملية التبادل التجاري في التجارة الدولية؛ حيث يضمن البنك التجاري الدولي عملية سداد قيمة البضـاعة للمصـدر بمجـرَّد شـحن البضـاعة على السفينة، وتحصل الشركة العالمية على ائتمان مـوردين من دول جنوب شرق آسيا لتأخير عملية سداد قيمة البضاعة، لمدَّة حوالي ٤ شهور.

ونظرا للركود الذي يعانيه سـوق منتجـات البلاسـتيك المحلي فقد تأخرت الشركة عن سداد بعض الأقساط الأمـر الذي أدَّى إلى توقف إرسـال شـحنات بـودرة البلاسـتيك إلى الشركة من آسيا، وانخفـض مخـزون المـواد الخـام إلى حدود دنيا قد لا تكفي لسـد احتياجـات الشـركة لمـدَّة شهرين.



البديل الوحيد المتاح أمام الشـركة هـو اسـتيراد خـام البلاستيك من أوربا ولكن ليس بنفس شروط وأسلوب السداد؛ حيث يشترط السوق الأوربي سداد كامل قيمة المواد الخـام عند فتح الاعتماد المستندي، لذلك يواجه المدير المالي مشكلة هامة تتلخص في توفير السيولة اللازمة لاستيراد المواد الخام بتكلفة قليلة مع فتح أسـواق جديـدة للاسـتيراد للمحافظـة على الطاقة الإنتاجية للمصنع.

المقدِّمة

تعتمد الشركات على أنواع مختلفـة مـن بنـود المخزون حيث يمكن تقسيم المخزون إلـى البنـود التالية:

١- المواد الخام Raw Materials

٢- مخزون إنتاج غير تام Work – in – Process

٣- مخزون إنتاج تام Finished Goods

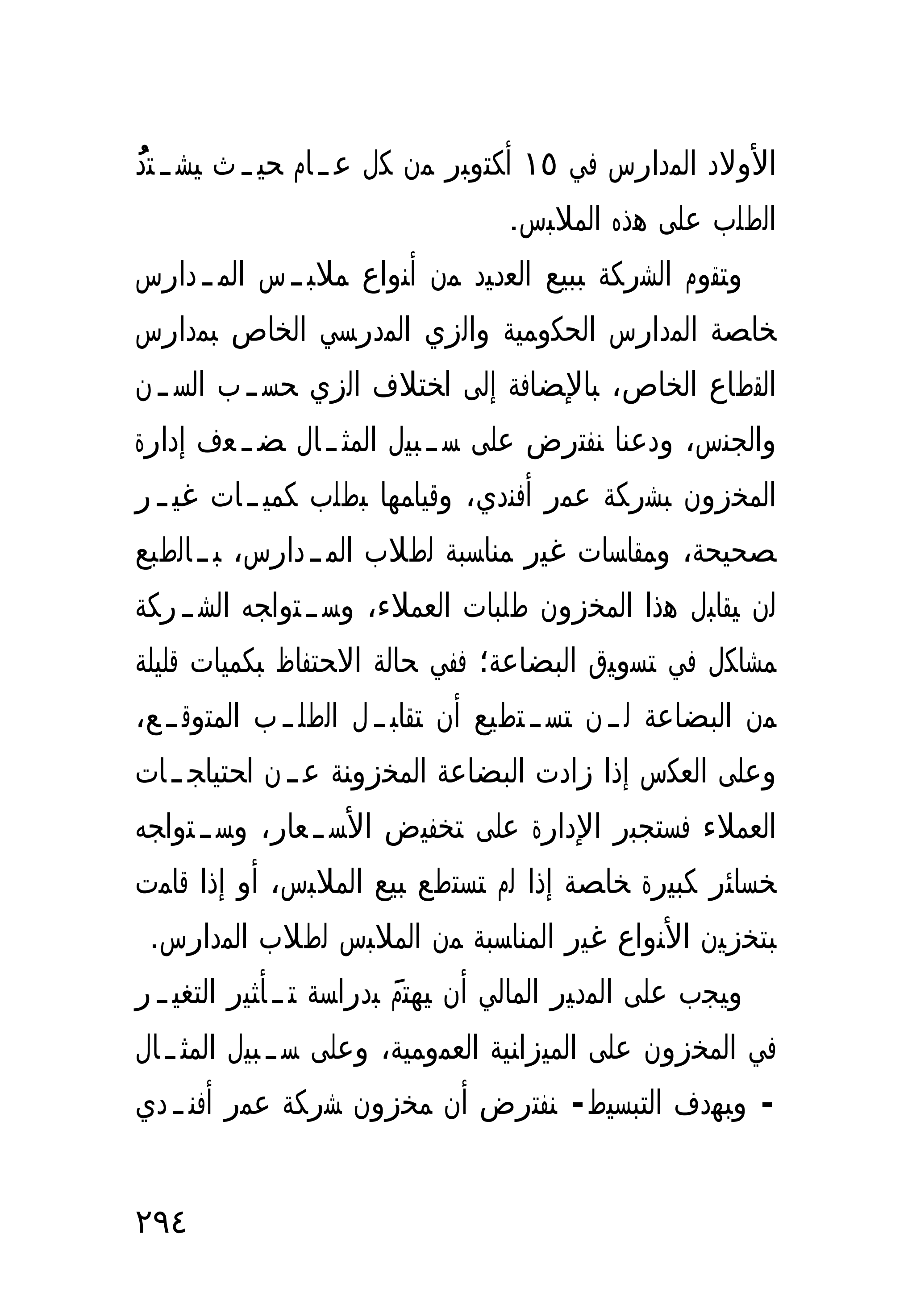
تُعتبرُ هذه البنود جزءا ضروريا من عمليـات التشـغيل الأساسية لأي مشروع أعمال، وكما سبق الشـرح بالنسـبة لحسابات القبض، فإن مستويات المخزون تعتمد بدرجة كبيرة على المبيعات، وبالرغم مـن أن حسـابات القـبض تنشـأ بعد عملية البيع من خلال الائتمان التجـاري، فإننـا نجـد أن المخزون يجب أن يتمَ الحصول عليه وتوفيره قبل عملية البيع والإنتاج، وهذا هو أحد الفروق الجوهرية بين حسابات القبض وبين المخزون؛ ولذلك فإن ضرورة التنبؤ بالمبيعـات قبل تحديد وصياغة مستويات المخزون المسـتهدفة، يجعـل من إدارة المخزون نشـاطًا صـعبا، وحيـث إن أي خطـأ

في تحديد مستويات المخزون يؤدي بسرعة إلى فقد المبيعات أو تحمل تكلفة أعلى؛ لذلك فإن إدارة المخزون مهمة شـاقة وصعبة.

وعادة يتمُ تغطية الأساليب الخاصة بإدارة المخزون بعمق من خلال برامج دراسة إدارة الإنتاج، ومع ذلك، فإن هنـاك مسئولية تقع على عاتق المدير المالي خاصـة بتـوفير رأس المالي المطلوب للاحتفاظ بالمخزون بالإضافة إلى الربحيـة الكلية للشركة؛ لذلك سنقوم بدراسة أساسيات إدارة المخزون في هذا الكتاب لتحقيق الاستفادة المناسبة للعاملين بـالإدارات المالية، وسنحاول توضيح أهم الموضوعات المتعلقة بـإدارة المخزون، بالإضافة إلى تأثير الإدارة الضـعيفة للمخـزون على الشركة.

شركة "عمر أفندي":

يجب على شركة "عمر أفندي" أن تقوم بطلـب ملابـس الأولاد الخاصة بالمـدارس فـي بدايـة فصـل الصـيف (شهر إبريل)، على أن يتمَ تسليم البضاعة مع بدايـة شـهر أغسطس حتى يتوافر وقت كافٍ للبيع قبـل بدايـة دخـول



الأولاد المدارس في ١٥ أكتوبر من كل عام حيث يشتدُ الطلب على هذه الملابس.

وتقوم الشركة ببيع العديد من أنواع ملابس المدارس خاصة المدارس الحكومية والزي المدرسي الخاص بمدارس القطاع الخاص، بالإضافة إلى اختلاف الزي حسب السن والجنس، ودعنا نفترض على سبيل المثال ضعف إدارة المخزون بشركة عمر أفندي، وقيامها بطلب كميات غير صحيحة، ومقاسات غير مناسبة لطلاب المدارس، بالطبع لن يقابل هذا المخزون طلبات العملاء، وستواجه الشركة مشاكل في تسويق البضاعة؛ ففي حالة الاحتفاظ بكميات قليلة من البضاعة لن تستطيع أن تقابل الطلب المتوقع، وعلى العكس إذا زادت البضاعة المخزونة عن احتياجات العملاء فستجبر الإدارة على تخفيض الأسعار، وستواجه خسائر كبيرة خاصة إذا لم تستطع بيع الملابس، أو إذا قامت بتخزين الأنواع غير المناسبة من الملابس لطلاب المدارس.

ويجب على المدير المالي أن يهتمَ بدراسة تأثير التغير في المخزون على الميزانية العمومية، وعلى سبيل المثال - وبهدف التبسيط- نفترض أن مخزون شركة عمر أفندي

ومقداره ٥٠٠٠٠ جنيه مصري قد تمَّ تمويله عن طريق الأسهم العادية، وفيما يلي الميزانية العمومية:

٥٠٠٠٠	رصيد المخزون الرئيسي	٥٠٠٠٠	الأسهم العادية
٥٠٠٠٠	إجمالي الأصول	٥٠٠٠٠	إجمالي الالتزامات

ونتوقع أن تقوم شركة عمر أفندي ببيع ملابس مدارس قيمتها ٢٥٠٠٠ هذا الموسم من المخزون، وفي واقع الأمر أن قيمة المبيعات ستكون أكبر من ٢٥٠٠٠ جنيه؛ وذلك لأن قيمة المخزون بالتكلفة بينما تضيف الشركة هامش ربح قدره ٢٠٪ على سعر التكلفة، وبذلك ستحقق شركة عمر أفندي ربحية قدرها ٥٠٠٠ جنيه في حالة البيع، وتقوم عادة شركة عمر أفندي بتمويل المخزون الموسمي باستخدام القروض المصرفية؛ لذلك نتوقع أن تكون ميزانية الشركة قبل حلول موسم المدارس بالشكل التالي:

٢٥٠٠٠	المخزون الموسمي	٢٥٠٠٠	بنك سحب على المكشوف
٥٠٠٠٠	رصيد المخزون الرئيسي	٥٠٠٠٠	الأسهم العادية
٧٥٠٠٠	إجمالي الأصول	٧٥٠٠٠	إجمالي الالتزامات

وإذا استطاعت الشركة أن تحقق كل ما خططت له، فسيتمُ تحقيق خطـة المبيعـات وسـتُحوَل قيمتهـا إلـى نقديـة؛ ومن ثَمَ إعادة سداد قرض أو حسـاب البنـك المكشـوف، وستحقق الشـركة أرباحـا، ويمكـن أن تظهـر الميزانيـة العمومية، بعد تحقيق أرباح، بالشكل التالي:

بنك سحب على المكشوف	صفر	نقدية	٥٠٠٠
الأسهم العادية	٥٠٠٠٠	المخزون الموسمي	صفر
الأرباح المحتجزة	٥٠٠٠	رصيد المخزون الرئيسي	٥٠٠٠٠
إجمالي الالتزامات	٥٥٠٠٠	إجمالي الأصول	٥٥٠٠٠

ويتضح الآن أن الشركة لديها سيولة عاليـة، وتسـتطيع أن تبدأ موسم بيعي جديد، ولكن لنفترض أن موسم المدارس لم يكـن ناجحـا، وأن الشـركة قامـت ببيـع ٥٠٪ فقـط من المخزون الخاص بملابس موسم المدارس، في هذه الحالة ستظهر الميزانية في الجدول التالي:-

٢٥٠٠	نقدية	١٢٥٠٠	بنك سحب على المكشوف
١٢٥٠٠	المخزون الموسمي	٥٠٠٠٠	الأسهم العادية
٥٠٠٠٠	رصيد المخزون الرئيسي	٢٥٠٠	الأرباح المحتجزة
٦٥٠٠٠	إجمالي الأصول	٦٥٠٠٠	إجمالي الالتزامات

وبفرض طلب البنك ضرورة سداد باقي المبلغ المستحق وقدره ١٢٥٠٠ جنيه، ويحتاج للمبلغ نقدا وليس في صورة ملابس للمدارس، لكن إذا لم تستطع الشركة بيع ملابس المدرس في موسم دخول المدارس فكيف ستتمكن من بيعها في فصل الشتاء حيث تُعتبرُ هذه الملابس بعيدة عن الموسم والموضة، وقد تلجأ شركة عمر أفندي على سبيل المثال إلى تخفيض أسعار ملابس المدارس إلى نصف تكلفتها وليس نصف الأسعار؛ بهدف البيع وتحصيل نقدية، وذلك لإعادة سداد حساب البنك.

ويمكن توضيح نتيجة الافتراض السابق بالشكل التالي:

أولاً: تكلفة البضاعة الباقية = $\frac{١٢٥٠٠}{٢}$ = ٦٢٥٠ جنيها

سعر بيع البضاعة الباقية عند هامش ١٠٪ (خصـم ٥٠٪ أيضا على العائد)

= ٦٢٥٠ + ٦٢٥٠ × ١٠/١٠٠ = ٦٨٧٥ جنيها

٦٨٧٥	نقدية	٢٣٥٠٠	بنك سحب على المكشوف
٥٠٠٠٠	رصيد المخزون الرئيسي	٥٠٠٠٠	الأسهم العادية
		(٥٦٢)	الأرباح أو الخسـائر المحتجزة (الفرق بين رصيد البنك ورصيد النقدية)
٥٦٨٧٥	إجمالي الأصول	٥٦٨٧٥	إجمالي الالتزامات

ويبدو واضحا أن شركة عمـر أفنـدي تواجـه مشـكلة خطيرة؛ تتلخص هذه المشكلة في عدم توافر النقدية الكافيـة لسداد قيمة الرصيد المدين للبنك (بنك سحب على المكشوف) وسوف يخسر مساهمو البنك مبلغًـا قيمتـه ٥٦٢٥ جنيهـا من رصيد حقوق الملكية، وبفرض أن البنك لم يعطِ فرصـة لشركة عمر أفندي ولم يؤجل أجل القروض، وبفرض عـدم

توافر مصادر مالية أخرى للسداد داخـل الشـركة، سـتقوم شركة عمر أفندي بتخفيض قيمة بضاعة رصـيد المخـزون الرئيسي، وتخفيض الأسعار بهدف زيادة المبيعات أو تنشيط عملية البيع، وإذا لم تفلح هذه السياسـة فهـذا قـد يـؤدي إلى إفلاس الشركة، ويبدو واضحا أن سوء إدارة المخـزون تؤدي إلى مشاكل عديدة للشركات.

شركة الصناعات الهندسية:

فيما يلي موقف حسابات المخزون للشركة العربية للراديو والترانزيستور والأجهزة الإلكترونية (تليمصر) والتي تقـوم بصناعة الأجهزة الكهربائية مثل التليفزيون والراديو، والقـيم التالية بالمليون جنيه، في نهاية العام المالي ١٩٩٢/٩١م:

- المخزون السلعي (المواد الخام) ٢٧٠
- مخزون غير تام ٢٧٠
- مخزون إنتاج تام ٨٠٠
- إجمالي حسابات المخزون ١٣٤٠

وبفرض أن شركة تليمصر تتوقع حالـة مـن الـرواج الاقتصادي، وأن الطلب على منتجات الشركة سوف يرتفـع

بمعدلات عالية، فإذا أرادت شـركة تليمصـر أن تشـارك في الرواج الاقتصادي المتوقع، فعلـى الشـركة أن تعمـل على زيادة الإنتاج؛ وبالطبع فهذا يعني زيادة المخزون، حيث إن عملية بناء المخزون شيء يسبق عملية البيـع، وبـالطبع فالأمر يحتاج إلى استثمارات وتمويل إضافي، وقد تُضـطر الشركة إلى زيادة الالتزامات خاصة حسابات أوراق الـدفع عن طريق شراء المواد الخام بالأجل من الموردين.

إن الإدارة الجيدة للمخزون تحتاج إلى تنسيق جيـد بـين الإدارات التالية (المبيعات/ الإنتاج/ والتمويل)، وتُعتبرُ إدارة التسويق والبيع من أوائل الإدارات التـي تحـدد التغيـرات في الطلب، ويتمُ توجيه التغيرات فـي الطلـب إلـى إدارات المشتريات والإنتاج لتحديـد الجـداول الخاصـة بالشـراء والإنتاج، ثم يأتي دور الإدارة المالية التي يجـب أن تقـوم بترتيب التمويل المطلوب لتدعيم عمليـة بنـاء المخـزون؛ إن أي تقصير في عملية التنسيق بين الإدارات المختلفة داخل الشركة مثل تنبؤ ضعيف بالمبيعـات، قـد يلحـق كارثـة بالشركات.

إدارة حسابات المخزون:

يهتمُّ المدير المالي عند القيام بإدارة حسـابات المخـزون بالتركيز على أربع موضوعات رئيسية:

١- تحديد عدد الوحـدات التـي سـتُطلَبُ أو تُشـترَى (أو ستُنتَجُ) في فترة معينة.

٢- الوقت المناسب لإعادة الطلب والإنتاج.

٣- تحديد بنود المخزون التي تحتاج اهتماما أو رعايـة خاصة.

٤- تحديد أنسب أسلوب لتغطية تكلفة حسابات المخزون.

أنواع تكاليف حسابات المخزون:

إن هدف إدارة حسابات المخزون هو تـوفير البضـاعة المطلوبة؛ للمحافظة على عملية استمرار التشغيل عند أقـل تكلفة ممكنة، لذلك فإن أول مهمة عند إدارة المخزون هـي تحديد التكاليف الخاصة بالشراء والحفاظ علـى المخـزون. ويبين الجدول التالي رقم (١/٦) أهم بنود التكاليف الخاصـة بحسابات المخزون، لاحظ أنه تمَّ تصنيف التكاليف إلى ثلاثة فئات رئيسية:

١- التكاليف الخاصة بالاحتفاظ بالمخزون.

٢- التكاليف الخاصة بطلب واستلام المخزون.

٣- التكاليف الخاصة بعدم توافر المخزون.

جدول رقم (١/٦)

النسبة المئوية للتكاليف السنوية لقيم بنود المخزون

بنود تكاليف المخزون	**٪**
١- - تكاليف نقل وتحميل والاحتفاظ بالمخزون	
١/١ تكلفة رأس المال المستثمر في المخزون	١٢,٠٪
٢/١ تكلفة التخزين والمناولة	٠,٥٪
٣/١ التأمين	٠,٥٪
٤/١ ضرائب الملكية	١,٠٪
٥/١ مصاريف الإهلاك	١٢,٠٪
٢- تكاليف طلب واستلام المخزون	
١/٢ تكاليف إعطاء أوامر الشراء وتكاليف الإنتاج	**تعتمد على الطلبية**
٢/٢ تكاليف الشحن والمناولة	٢,٥٪
٣- تكاليف عدم توافر المخزون	

بنود تكاليف المخزون	٪
١/٣ خسارة المبيعات	تختلف
٢/٣ خسارة ولاء العميل	تختلف
٣/٣ تعطل جداول الإنتاج	تختلف

ويجب مراعاة أن النسبة المئوية لبنود تكاليف المخزون تختلف من شركة إلى شركة، ومن بند إلى آخر، وتختلف عبر الزمن من وقت إلى آخر.

١- تكاليف الاحتفاظ بالمخزون:

إن بنود التكاليف الخاصة بالاحتفاظ بالمخزون تتضمن: تكلفة التخزين، رأس المال المستثمر في المخزون، وتكاليف الإهلاك، وبصفة عامة تُعتبرُ هذه التكاليف أعلى نسبة بالنسبة لمتوسط قيمة المخزون الذي تمَ الاحتفاظ به.

وتعتمد تكاليف الاحتفاظ بالمخزون على معدَل تكرار إعطاء الأوامر بالشراء والتخزين، وللتوضيح دعنا نفترض أن شركة تليمصر تبيع ١٠٠,٠٠٠ جهاز تليفزيون سنويا (س)، وتقوم بإعطاء أوامر شراء وتخزين متساوية خلال السنة بفرض أربع مرات (ن) فيكون عدد الوحدات المشتراة

من كل أمر شراء يســاوي $\frac{س}{ن}$، وبفــرض أن المخــزون يستخدَم بأسلوب منتظم على مدار الســنة، وبفــرض عــدم الاهتمام بمخزون الأمان، فإن متوسط المخزون (م) يساوي:

$$\text{متوسط المخزون} = م = \frac{\text{عدد وحدات الطلب الواحد}}{٢} = \frac{س/ن}{٢}$$

$$\therefore م = \frac{س/ن}{٢}$$

مثال توضيحي:

إذا كانت س (المبيعات الســنوية) = ٥٤٠,٠٠٠ وحــدة سنويا

ن (عدد أوامر الشراء سنويا) = ٤ مرَّة

$$\text{عدد وحدات الطلب الواحد} = \frac{٥٤٠,٠٠٠}{٤} = ١٣٥,٠٠٠ \text{ وحدة}$$

احسب متوسط المخزون =

$$م \text{ (متوسط المخزون)} = \frac{٥٤٠,٠٠٠/٤}{٢} = \frac{١٣٥,٠٠٠}{٢} = ٦٧٥٠٠ \text{ وحدة}$$

بعد وصول الشحنة الأخيرة فإن عدد الوحدات بالمخزون ستكون ١٣٥,٠٠٠ وحدة ولكن قبل وصول الشحنة التاليـة، فإن المخزون يساوي صفرا، وفي المتوسط يتمُ الاحتفاظ فقط بعدد وحدات قدرها ٦٧,٥٠٠ وحدة.

وبفرض أن سعر شراء الوحدة الواحدة (ل) = ٩ جنيهات للوحدة. فإن متوسط قيمة المخزون هـي حاصـل ضـرب (م) (ل)= ٦٧,٥٠٠ × ٩ = ٦٠٧,٥٠٠ جنيه، فـإذا كانـت تكلفة رأس المال للشركة ١٠٪، فإنهـا سـتتحمل ٦٠,٧٥٠ جنيه كتكلفة تمويل المخزون لمدَة سنة.

وبفرض أن الشركة تتحمل سنويا ٤٠,٠٠٠ جنيه كتكاليف تخزين (المكان، الأمن، الضرائب، منافع الوقود والإنـارة)، تكاليف التأمين على المخزن ٢٠٠٠ جنيه، ومصاريف إهلاك قيمتها ٥٠٠٠ جنيه. فإن تكاليف الإجمالية لاحتفاظ الشـركة بمخزون قيمته ٦٠٧,٥٠٠ جنيه تكون على النحو التالي:

إجمالي تكاليف الاحتفاظ بالمخزون.

= ٦٠٧٥٠ + ٤٠٠٠٠ + ٢٠٠٠ + ٥٠٠٠ = ١٠٧,٧٥٠ جنيها

النسبة المئويـة لتكلفـة الاحتفـاظ بـالمخزون (ت) =

$\frac{١٠٧٧٥٠}{٦٠٧٥٠٠} \times ١٠٠ = ١٧,٧٪$

وبفرض أن النسبة المئوية لتكلفة الاحتفاظ بـالمخزون = (ت)

فإنه يمكن حساب التكاليف السنوية للاحتفاظ بـالمخزون (ج ت) وذلك عن طريق حاصل ضرب النسـبة المئويـة لتكلفة الاحتفاظ بـالمخزون (ت) فـي سـعر الوحـدة (ل) في متوسط عدد وحدات المخزون (م)

(ج ت)= التكاليف السنوية للاحتفاظ بالمخزون

= (ت) × (ل) × م

= ١٧,٧ ٪ × (٩) × ٦٧,٥٠٠

= ١,٠٧٥,٢٧٥ جنيها.

٢- تكاليف شراء وطلب المخزون:

بالرغم من أننا نفترض أن تكلفـة الاحتفـاظ بـالمخزون هي تكاليف متغيرة وتزيد كنسـبة مئويـة لمتوسـط حجـم المخزون، فإن تكلفة الطلب أو الشراء هي تكاليف ثابتة لكل طلب، على سبيل المثال تكلفة إعطاء واستلام أمـر شـراء،

من خلال مذكرات الطلب الداخلي بـين الإدارات، اسـتخدام التليفونات للشراء، إعداد جداول الإنتـاج، الاسـتلام، فهـي عبارة عن مصروفات ثابتة بصرف النظر عن حجم الطلبية؛ ولهذا فإن هـذا الجـزء مـن تكـاليف المخـزون عبـارة عن التكاليف الثابتة للشراء والطلب، ولاستلام الأمر مضروبا في عدد الأوامر السنوية.

ف = التكاليف الثابتة الخاصة بطلب المخزون.

ن = عدد الأوامر السنوية

إجمالي تكلفة الشراء والطلب = (ط) = (ف) × (ن)

وبالتعويض عن قيمة (ن) في المعادلات السـابقة حيـث

$$ن = \frac{س}{2م}$$

مثال توضيحي:

بفرض أن التكاليف السنوية الخاصة بطلـب المخـزون (ف) = ٢٠٠ جنيه

بفـــرض أن عـــدد وحـــدات الطلبيـــة الواحـــدة (س) = ٢٤٠,٠٠٠ وحدة

بفرض أن متوسط المخزون (م) = ٣٠,٠٠٠ وحدة

فإن إجمالي تكاليف طلب المخزون السنوية:

$$(ج\ ط) = ٢٠٠ \times \frac{٢٤٠,٠٠٠}{(٢ \times ٣٠,٠٠٠)} = ٨٠٠ \text{ جنيه}$$

إجمالي تكاليف حسابات المخزون:

بالطبع فإن إجمالي تكاليف المخـزون (ج ت خ) هـي عبارة عن حاصل إضافة إجمالي تكلفة الاحتفاظ بـالمخزون (ج ت) إلى إجمالي تكاليف طلب المخزون (ج ط) بالشـكل التالي:

$$ج\ ت\ خ = ج\ ت + ج\ ط = ت \times ل \times م + ف \times \frac{س}{2م}$$

وإذا تذكرنا أن متوسط الاحتفاظ بـالمخزون (م) يسـاوي ($\frac{ك}{2}$) أي نصف حجم الطلبية الواحدة، فإن يمكن إعادة كتابة المعادلة السابقة بالشكل التالي:

$$ج\ ت\ خ = ج\ ت + ج\ ط$$
$$= ت \times ل \times (\frac{ك}{2}) + ف\ (\frac{س}{ك})$$

نستنتج من المعادلة السابقة أن إجمالي تكلفـة الاحتفـاظ بالمخزون تساوي متوسط عدد وحـدات المخـزون ($\frac{ك}{2}$) مضروبا في سعر الواحدة (س) مضروبا في التكلفة السنوية

للاحتفاظ بالمخزون (ت). إجمالي تكاليف الطلب تساوي عدد أوامر الطلب السنوي، والتي تساوي ($\frac{س}{ك}$).

وسنقوم باستخدام المعادلة السابقة؛ وذلك لتطوير الحجـم الأمثل لكمية طلب المخزون.

نموذج الحجم الاقتصادي للطلب:

The Economic Ordering Quantity (EOQ) Model

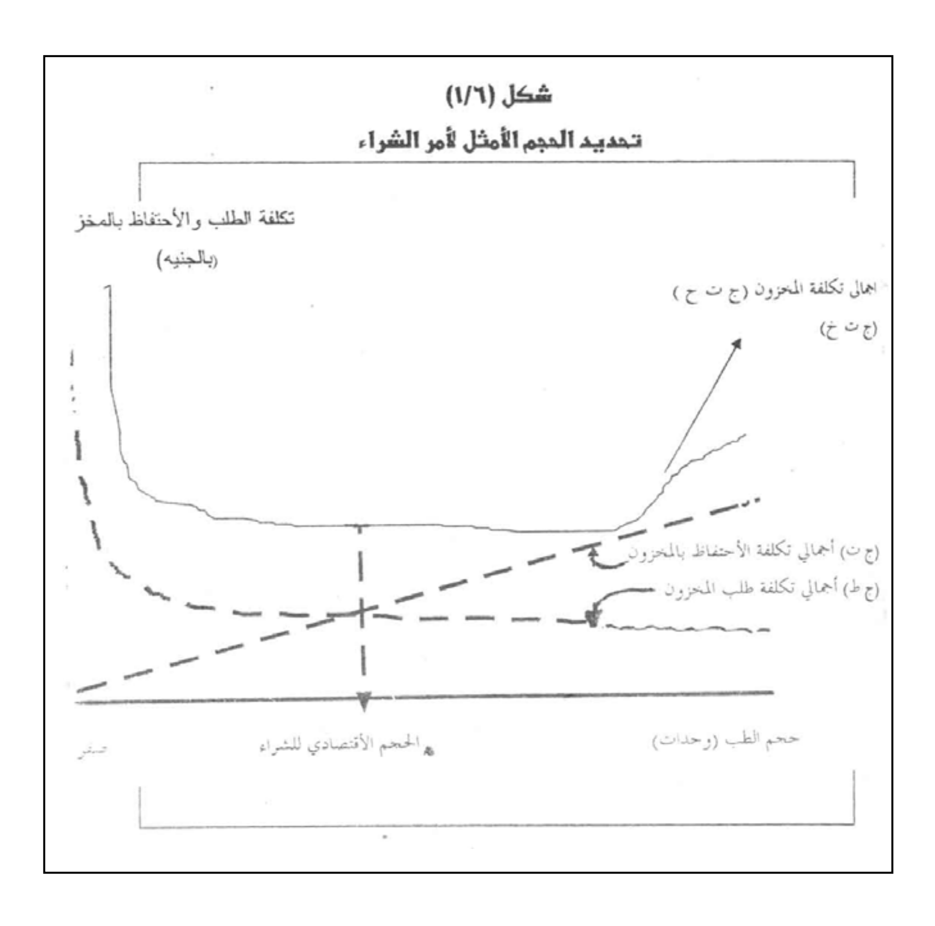
اتضح من العرض السابق أن للمخزون أهميـة أساسـية لجميع الشركات، ولكن يجب على المدير المالي بكل شـركة أن يقلل من الاستثمار في حسابات المخزون بالشـكل الـذي لا يؤثر على عملية الإنتاج والبيع، وفي نفس الوقت يعمـل على تعظيم وزيادة ربحية الشركة؛ لذلك فالمهمة الصعبة هي تحديد الحجم الأمثل لمسـتوى المخـزون، وسنشـرح هـذا باستخدام نموذج الحجم الاقتصادي للطلب.

الحجم الاقتصادي لطلب (الشراء) (EOQ)

يبين الشـكل التـالي (٦/١) المقدمـة الأساسـية التـي على أساسها تمَّ بناء نمـوذج الحجـم الاقتصـادي للطلـب

(أو للشراء، وخاصة أن بعـض التكـاليف تزيـد بزيـادة المخزون) بينما بعض التكاليف الأخرى تـنخفض، وهنـاك حجم أمثل للشراء أو الطلب (له علاقة بمتوسط المخـزون) والذي يقلل من التكلفة الإجمالي للمخزون.

متوسط الاستثمار في المخزون يعتمد على معدّل تكـرار الأوامر، وحجم كل أمر شراء أو طلب. فإذا قمنـا بالطلـب يوميا فإن متوسط المخزون سيكون صغيرا جدا بخـلاف إذا كان الطلب مرّة واحدة سنويا. بالنظر إلى الشكل (١/٦) فإن تكلفة الاحتفاظ بالمخزون تزيد بزيادة عدد أوامـر الشـراء. زيادة الأوامر هي زيادة متوسط المخـزون، زيـادة تكلفـة التخزين، زيادة الفوائد على الأموال المستثمرة في المخزون، تكاليف التأمين، وكذلك مصاريف الإهلاك سوف ترتفع.



شكل (٦/١)

تحديد الحجم الأمثل لأمر الشراء

ولهذا فإن تكلفة الطلب أو الشراء تنخفض مع زيادة حجم الطلبية للمخزون، حيث إن جميع مصاريف أوامـر الطلـب والشراء تنخفض كلما قل عدد مرّات تكرار الشـراء سـنويا مع طلب كميات كبيرة.

وإذا قمنا بجمع إجمالي تكاليف الاحتفاظ وطلب المخـزن في الشكل السابق (١/٦) فهذا الجمع يعبـر عـن إجمـالي تكاليف المخزون (ج ت خ).

لاحظ من الرسم أن أدنى نقطة على منحنـى (ج ت خ) تعبر عن أقل تكلفـة للمخـزون؛ وعنـدها يوجـد الحجـم الاقتصادي لطلب المخزون أو الشـراء، وبـدورها تحـدد المستوى الأمثل لمتوسط المخزون.

نموذج معادلة الكمية الاقتصادية للطلب أو الشراء والتـي عندها ينخفض إجمالي تكاليف المخزون:

$$\text{(ك ق ط)} = \sqrt{\frac{\text{٢ (ف) (س)}}{\text{(ت) (ل)}}}$$

حيث (ك ق ط) = الكمية الاقتصادية للشراء، أو الكميـة المثلى التي يمكن طلبها عند كل أمر شراء:

ف = التكاليف الثابتة للطلب الواحد

س = المبيعات السنوية (بالوحدات)

(ت) = النسبة المئوية لتكاليف الاحتفاظ بالمخزون

(كنسبة مئوية من متوسط قيمة المخزون)

ل = سعر شراء وحدة واحدة من المخزون

وفيما يلي أهم فروض النمـوذج الخـاص بالكميـة الاقتصادية للطلب:

١- يمكن التنبؤ بالمبيعات بدرجة كبيرة من الدقة.

٢- يتمُّ البيع بانتظام على مدار السنة.

٣- يتمُّ استلام طلبات المخزون في الوقت المتوقع.

حالة شركة المحلة الكبرى:

س = المبيعات السنوية ١٨٢,٠٠٠ بنطلون صيفي.

ت = النسبة المئوية لتكلفة الاحتفاظ بالمخزون.

= ٢٥٪ من قيمة المخزون.

ل = سعر الشـراء للبنطلـون الصـيفي = ٢٥ جنيهـا للبنطلون.

(ويتمُّ بيع هذا البنطلون بسعر ٤٥ جنيها).

فإن التكلفة الثابتة لأمر الشراء = ١٠٠٠٠ جنيه

المطلوب حساب الكمية الاقتصادية للشـراء بـالتعويض في المعادلة.

$$(\text{ك ق ط}) = \sqrt{\frac{\text{٢ (ف) (س)}}{\text{(ت) (ل)}}}$$

$$\sqrt{\frac{\text{٢} \times \text{١٠٠٠٠} \times \text{١٨٢٠٠٠}}{\text{٠,٢٥} \times \text{٢٥}}}$$

$$= \sqrt{\text{٥٨٢٤٠٠٠٠٠}} = \text{٢٤١٣٢ وحدة (بنطلونًا)}$$

الكمية الاقتصادية للشراء ٢٤١٣٢ بنطلونًا، ومعدل البيع السنوي للبنطلونات ١٨٢٠٠٠؛ وبالتالي عدد مرَّات الشـراء في السنة = ١٨٢٠٠٠/ ٢٤١٣٢ = ٧,٥ مرَّة سنويا.

لاحظ أن متوسط الاحتفاظ بـالمخزون يعتمـد مباشـرة على الكمية الاقتصادية للشراء، وعادة متوسـط المخـزون يساوي الكمية الاقتصادية للشراء على ٢.

$$\text{متوسط المخزون في حالة شركة المحلة} = \frac{\text{ك ق ط}}{\text{٢}}$$

$$= \frac{\text{٢٤١٣٢}}{\text{٢}} = \text{١٢٠٦٦ وحدة}$$

$$\text{معدّل البيع الشهري} = \frac{١٨٢٠٠٠}{٥٢} = ٣٥٠٠ \text{ بنطلون}$$

وبناء على هذا فإنه يتمُّ أسبوعيا بيع ٣٥٠٠ بنطلون، ويقل المخزون بهذه الكمية أسبوعيا؛ وبالتالي فإن الرقم الحقيقي للوحدات المحتفظة بها في شكل مخزون إلى رقم ما بين ٢٤١٣٢ بنطلونًا بعد أن تمَ استلام البضاعة بالمخازن إلى رقم صفر عند وصول الطلبية الجديدة. الرصيد المتوقع هو ٢٤١٣٢ بنطلونًا، ومعدّل مخزون في نهاية الفترة يساوي صفر، وباقتراض تنميط معدّل البيع فإن متوسط القيمة الاقتصادية للشراء يعبر عن متوسط المخزون ويساوي ١٢٠٦٦ بنطلونًا خلال العام، وبما أن تكلفة البنطلون الواحد ٢٥ جنيها فإن متوسط الاستثمارات في المخزون تكون ١٢,٦٦× ٢٥ = ٣٠١٦٥٠ جنيها.

فإذا تمَ تمويل هذا المخزون عن طريق قرض من البنك، فإن قيمة القرض سوف تتراوح ما بين حد أعلى ٦٠٣٣٠٠ جنيه، وحد أدنى يساوي صفر جنيه لكن متوسط قيمة المخزون بالمخزن خلال أي فترة في السنة تحتاج فقط إلى ٣٠١٦٥٠ جنيها.

تقدير نقطة إعادة الطلب في المخزون:

Reorder Point

تعبر نقطة إعادة الطلب عن مستوى المخزون الذي يجب عنده أن نعيد طلب البضاعة، فإذا فرضنا في المثال السـابق أن الطلب الواحد يحتاج إلى أسبوعين قبل وصول البضـاعة للإنتاج والانتقال فما هي نقطة إعادة الطلب لشركة المحلـة الكبرى للغزل والنسيج؟

تقوم الشركة ببيـع ١٨٢,٠٠٠ /٥٢ = ٣٥٠٠ بنطلـون أسبوعيا؛ ولذلك فإذا كان هناك حـوالي أسـبوعين كفجـوة في توصيل البضاعة بين عملية الطلـب والتسـليم فيجـب على الشركة أن تقوم بطلب البضاعة عنـدما يكـون هنـاك على الأقل ٧٠٠٠ بنطلون بالمخازن.

نقطة إعادة الطلب =
الفترة المطلوبة بين الطلب والاستلام × معـدَل الاسـتخدام الأسبوعي
= ٢ × ٣٥٠٠ = ٧٠٠٠ وحدة

وبعد مرور أسبوعين من الإنتاج والشحن، فإن مستوى المخزون سيكون صفرا، ولكن في نفس هذا الوقت سيصل للمخازن الطلبية الجديدة من الملابس الجاهزة.

البضاعة تحت التسلم:

وهي عبارة عن البضاعة التي تمَّ طلبها بالفعل ولكنها لم تصل للشركة بعد؛ إذا كان من المفروض أن يتمَّ إعطاء أمر شراء جديد قبل أن يتمَّ استلام البضاعة الخاصة بأمر الشراء السابق؛ ففي هذه الحالة يطلَقُ عليها البضاعة تحت التحويل، وتنشأ البضاعة تحت التحويل إذا كان التسليم الطبيعي أطول من الوقت المتفق عليه؛ وبالطبع فإن هذا يؤدي إلى بعض التعقيد في الأمور لذلك الحل الأفضل هو أن نقوم بطرح أو استقطاع البضاعة تحت التحويل عند حساب نقطة إعادة الطلب؛ وبالتالي يمكن حساب نقطة إعادة الطلب بالشكل التالي:

نقطة إعادة الطلب = **(الفترة المطلوبة بين الطلب والاستلام × الاستخدام الأسبوعي) – البضاعة تحت التحويل (التسليم)**

البضاعة تحت التسليم بالنسـبة لشـركة المحلـة يعتبـر موضوعا بسيطًا؛ لأنها قامت بطلـب ١٨٢,٠٠٠ بنطلـون/ الكمية الاقتصادية للطلب ٢٤١٣٢ = ٧,٥ مرَّة فـي السـنة؛ أي يتمُّ طلب البضاعة كل حوالي ٨ أسابيع، وفتـرة انتظـار الطلب ثلاثة أسابيع، وبفرض أن البضاعة في الطريق تعادل تأخير أسبوعين من الاستخدام.

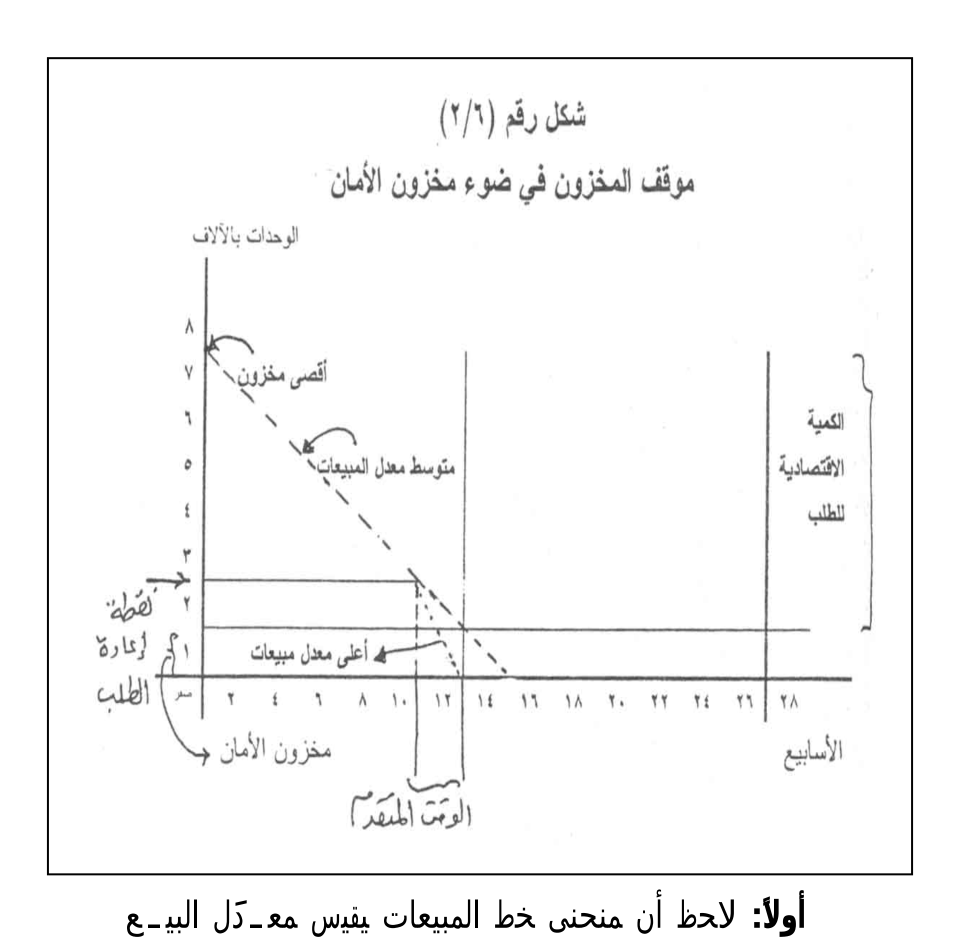
= ٣٥٠٠٠ × ٢ = ٧٠٠٠٠ بنطلون

نقطـة إعـادة الطلـب = (٣ × ٣٥٠٠) – ٧٠٠٠ = ٣٥٠٠ بنطلون

مفهوم مخزون حد الأمان:

عبارة عن المخـزون الإضـافي المطلـوب الاحتفـاظ به؛ لحماية الشركة أمام التغيرات المتوقعة في معدَّلات البيع أو الإنتاج أو تأخر الشحن والتسليم في الميـناء؛ للأسـباب السابقة يفضـل أن تحـتفظ الشـركات بمخـزون إضـافي أو مخزون الأمان.

ويبين الشكل التالي (٢/٦) مفهوم مخزون حـد الأمـان على النحو التالي:



شكل رقم (٢/٦)

موقف المخزون في ضوء مخزون الأمان

أولاً: لاحظ أن منحنى خط المبيعات يقيس معـدَل البيـع المتوقع، وبفرض أن محلات عمر أفنـدي تتوقـع أن تبيـع ٥٠٠ قميص أسبوعيا، ولكـن لنتوقـع أن الحـدَ الأقصـى للمبيعــات الشــهرية ســيكون ضــعف هــذه الكميــة أو ١٠٠٠ قميص أسـبوعيا، وبفـرض أن الشـركة تحـدد

مخزون الأمان عند مستوى ١٠٠٠ قميص، وتطلب مبـدئيا ٧٥,٠٠٠ قمـيص (الكميـة الاقتصـادية للشـراء ٦٥٠٠ قميص + ١٠٠٠ قميص كمخزون للأمان) وبالتـالي فإنها تعيد طلب الكميـة الاقتصـادية فـي أي وقـت يقـل فيه مستوى المخزون عن ١٠٠٠ قميص (مخـزون الأمـان ١٠٠٠ + ١٠٠٠ معدَل استخدام أسبوعي متوقع) بينما تنتظر عملية تسليم الطلبية.

لاحظ أن الشركة تستطيع خلال فترة التسليم (الأسبوعية)، أن تقوم ببيع ١٠٠٠ قميص أسبوعيا، أو تضـاعف معـدَل المبيعات الطبيعي، إن الحدَ الأقصى لمعـدَل البيـع يظهـر من خلال الشـكل (٢/٦) علـى الخـط المائـل المـنقط. لاحظ أن الشروط التي تجعل من الممكن تحقق هـذا الحـد الأقصى لمعـدَل البيـع هـي مسـتوى مخـزون الأمـان عند ١٠٠٠ قميص.

ويفيد أيضا مستوى مخزون الأمان لحماية الشركة ضـد التأخر في عملية استلام البضاعة من قبل المورد. فإذا كـان معـدَل التسـليم المتوقـع أسـبوعين، لكـن مـع وجـود ١٠٠٠ قميص كمخزون أمان، فإن الشركة تستطيع أن تحافظ

على المبيعات عند معدّل بيع متوقع حـوالي ٥٠٠ قمـيص أسبوعيا لمدّة أسبوعين إضافيين إذا حدث مشكلة في تـأخر شحن البضاعة أو إنتاجها؛ مما أدّى إلى تـأخير ورود أمـر الشراء.

وعلى الجانب الآخر فإن الاحتفاظ بمخزون الأمان يكلف الشركة مصروفات، فإذا كان متوسـط المخـزون الحـالي يسـاوي (الكميـة الاقتصـادية للشـراء (ك ق ط) ÷ ٢) بالإضـافة إلــى مخــزون حــد الأمــان أو يســاوي = (٦٥٠٠ ÷ ٢ + ١٠٠٠) = ٣٢٥٠ + ١٠٠٠ = ٤٢٥٠ قميص

فإذا كان سعر شراء القميص ٤,٩٢ جنيهات فـإن قيمـة متوسط المخزون.

يساوي = ٤٢٥٠ × ٤,٩٢ = ٢٠٩١٠ جنيهات.

بالطبع فإن زيادة متوسط المخزون ستؤدي إلـى زيـادة التكلفة السنوية للاحتفاظ بالمخزون بما يساوي

= (مخزون الأمان × السعر × تكلفة الاحتفاظ)

= (١٠٠٠ × ٤,٩٢ × ٢٥٪) = ١٢٣٠ جنيه.

مستوى مخزون الأمان الأمثل:

يختلف مستوى مخزون الأمان الأمثل من موقف إلى آخر داخل الشركة الواحدة، وكذلك من سلعة إلى أخرى، ولكـن بصفة عامة يزيد مخزون الأمان في الحالات التالية:-

١- في حالة عدم التأكد من التنبؤ بالطلب.

٢- يزيد بزيادة تكلفة المخزون في حالة خسارة الطلـب على المبيعات أو عندما يقل ولاء المستهلك للمنـتج؛ بسبب عدم توافر البضاعة بالمخزون.

خصم الكمية: Quantity Discount

والآن دعنا نبحث تأثير منح خصم الكمية على الاحتفـاظ بالمخزون، بفرض أن الشركة المنتجة للقمصان قامت بمـنح شركة "عمر أفندي" خصم كمية قـدره ٢٪ علـى الكميـات الكبيرة.

فإذا كان خصم الكمية يطبق على أوامر الشـراء ٥٠٠٠ وحدة فأكثر، فإن الشركة ستستمرُ في إعطاء الأوامـر بنـاء على الكمية الاقتصادية للشراء (٦٥٠٠ قمـيص) وتحصـل على خصم الكمية، أما بفرض أن الحصـول علـى خصـم

الكمية يحتاج إلى أوامر شـراء ١٠,٠٠٠ قمـيص فـأعلى، في هذه الحالة على مدير المخازن أن يعقـد مقارنـة بـين الوفرات التي ستتحقق في سعر الشراء باستخدام خصم الكمية عند مستوى ١٠,٠٠٠ قميص بالزيادة المتوقعة في تكـاليف المخزون التي ستتحقق بسبب الشراء بعيـدا عـن مسـتوى الكمية الاقتصادي لطلب ٦٥٠٠ قميص.

أولاً: حساب إجمالي التكاليف المرتبطة بالكميـة الاقتصادية للشراء ٦٥٠٠ قميص.

ج ت خ = ج ت + ج ط

$$= ت \times ل \times \left(\frac{ك}{2}\right) + ف \left(\frac{س}{ك}\right)$$

ت = ٢٥٪ تكلفة الاحتفاظ

ل = سعر الوحدة (٤,٩٢) جنيهات

ك = عدد وحدات الطلب الواحد ٦٥٠٠ وحدة

ف = التكاليف الثابتة الخاصة بطلب المخـزون ١٠٠٠ ج

س = المبيعات المتوقعة

$$ج\ ت\ خ = ٠,٢٥ \times ٩,٤٢ \times \frac{٦٥٠٠}{٢} + ١٠٠٠ \times \frac{٢٦٠٠٠}{٦٥٠٠}$$

= ٣٩٩٧,٥ + ٤٠٠٠ =

= ٧٩٩,٥ جنيها

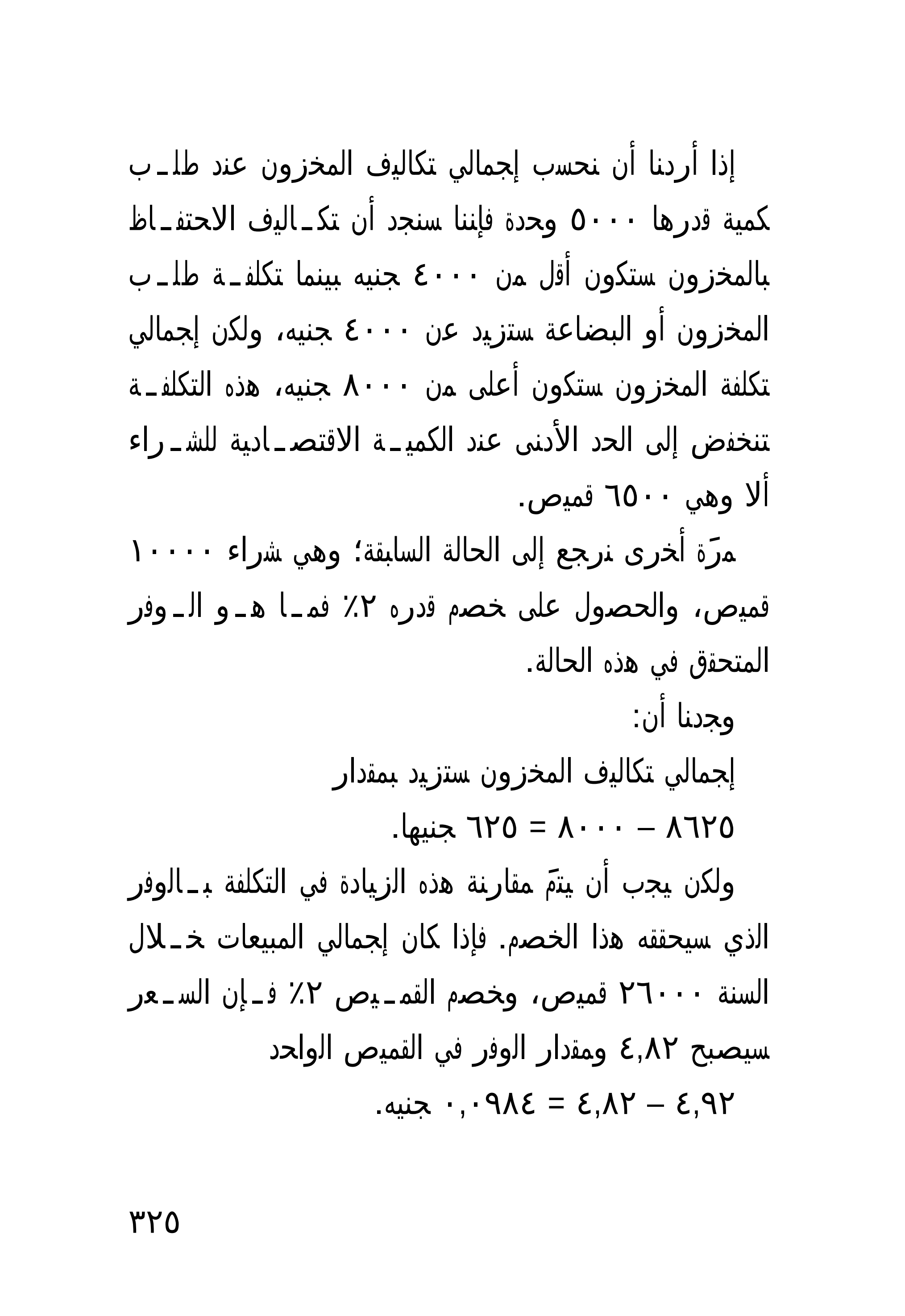
ثانيا : حساب إجمالي تكاليف المخزون في حالـة زيادة كمية الطلب إلى ١٠٠٠٠ وحدة للاستفادة من خصم الكمية بدلاً من طلب ٦٥٠٠ وحدة

ج ت خ = ج ت + ج ط

$$= ت \times ل \times (\frac{ك}{2}) + ف\ (\frac{س}{ك})$$

$$= ٠,٢٥ \times ٤,٨٢ \times \frac{١٠٠٠٠}{٢} + (١٠٠٠) \times \frac{٢٦٠٠٠}{١٠٠٠٠}$$

لاحظ أنه عند طلب كمية ١٠٠٠٠ قميص فقد تمَ تخفيض السعر بنسبة الخصم (٢٪)؛ وبذلك يكـون السـعر يسـاوي ٤,٩٢ × ٠,٩٨ = ٤,٨٢ جنيهات. لاحظ أيضا أنه مع زيادة حجم كمية الطلب فإن تكاليف الاحتفـاظ بـالمخزون أيضـا تزداد؛ لأن الشركة تحتفظ بمتوسط حجم مخزون أكبر، ولكن تكاليف الطلب تقل لأن عدد مرَات الطلب خلال العام أيضـا قلت.



إذا أردنا أن نحسب إجمالي تكاليف المخزون عند طلب كمية قدرها ٥٠٠٠ وحدة فإننا سنجد أن تكاليف الاحتفاظ بالمخزون ستكون أقل من ٤٠٠٠ جنيه بينما تكلفة طلب المخزون أو البضاعة ستزيد عن ٤٠٠٠ جنيه، ولكن إجمالي تكلفة المخزون ستكون أعلى من ٨٠٠٠ جنيه، هذه التكلفة تنخفض إلى الحد الأدنى عند الكمية الاقتصادية للشراء ألا وهي ٦٥٠٠ قميص.

مرَّة أخرى نرجع إلى الحالة السابقة؛ وهي شراء ١٠٠٠٠ قميص، والحصول على خصم قدره ٢٪ فما هو الوفر المتحقق في هذه الحالة.

وجدنا أن:

إجمالي تكاليف المخزون ستزيد بمقدار

٨٦٢٥ – ٨٠٠٠ = ٦٢٥ جنيها.

ولكن يجب أن يتمَّ مقارنة هذه الزيادة في التكلفة بالوفر الذي سيحققه هذا الخصم. فإذا كان إجمالي المبيعات خلال السنة ٢٦٠٠٠ قميص، وخصم القميص ٢٪ فإن السعر سيصبح ٤,٨٢ ومقدار الوفر في القميص الواحد

٤,٩٢ – ٤,٨٢ = ٠,٠٩٨٤ جنيه.

إجمالي الوفر المتوقع=٢٦٠٠٠ × ٠,٠٩٨٤ = ٢٥٥٨ جنيها.

وفيما يلي ملخص للشرح السابق:

- معدَل الانخفاض في سعر الشراء = ٠,٠٢ × ٤,٩٢ × ٢٦٠٠٠ = ٢٥٥٨ جنيها
- الزيادة في إجمالي تكلفة المخزون = ٦٢٥
- صافي التوفير نتيجة الحصول = ١,٩٣٣

طبعا من الأفضل للشركة أن تقوم بطلب ١٠٠٠٠ قميص، وتحصل على ميزة خصم الكمية.

تأثير التضخم على الأموال المستثمرة في المخزون:

تؤثر معدَلات التضخم المرتفعة على قيمـة اسـتثمارات الشركات في المخزون، بل تعمـل علـى زيـادة الأمـوال المستثمرة في المخزون؛ وبالتالي ارتفـاع تكلفـة الاحتفـاظ وطلب البضاعة، ويمكن التعامل مع معدَل التضخم بسهولة؛ وذلك عن طريق خصم قيمة معدَل التضخم السنوي المتوقـع مـن النسـبة المئويـة لتكلفـة الاحتفـاظ بـالمخزون (ت) في المعادلات السابقة، واستخدام معادلة الكمية الاقتصـادية للشراء وذلك للحصول على الكمية الاقتصادية للشراء.

والسبب في تخفيض النسـبة المئويـة لتكلفـة الاحتفـاظ بالمخزون هو أن التضخم يؤدي إلى زيادة قيمة المخـزون؛ وهكذا يعوَض عن تأثير بعض العوامل الأخرى مثل الإهلاك ومصاريف الاحتفاظ بالمخزون الأخرى، وبعد خصم معـدَل التضخم من النسبة المئوية لتكلفة الاحتفاظ بـالمخزون (ت)، ستقل قيمة (ت)، وبالتالي فإن الكميـة الاقتصـادية للشـراء المحسوبة ستزيد، وعلى كل حال كلما زاد معدَل التضـخم، زادت معدَلات سعر الفائدة؛ مما يؤدي إلى زيادة قيمة (ت)، مما يؤدي إلى تقليل الكمية ومتوسط المخزون.

وعلى كل حال لا يوجد أي دليل لتأثير التضخم بالزيـادة أو النقص على مستوى المخزون الأمثل للشـركات بصـفة عامة كلية. ولكن لا بدَ من معالجة التضخم؛ لأنـه سـيؤدي إلى زيادة احتفاظ الشركة بالمخزون.

الطلب الموسمي على البضائع:

من الصعب الافتراض أن جميع الشركات تواجـه طلبـا ثابتًا على السلع والخدمات طوال العام؛ ومن ثَمَ ينعكس ذلـك أيضا على البضائع بالمخزن، وعلى سبيل المثال فإن الطلب على منتجات شركة "باسكن روبنز" من الأيس كريم هو طلب

موسمي فقط في فصل الصيف؛ ولذلك من الصعب استخدام معادلة الكمية الاقتصادية في هذه الحالة، لكن يمكن للشركات الاستفادة من المعادلة في تحديد بعض المعايير للرقابة على شراء البضاعة للمخزن ثم يعاد تطوير الكميات لتتلاءم مع نظام الطلب الموسمي، حيث يمكن تقسيم السنة إلى مواسم يكون فيها الطلب نسبيا ثابتًا مثل الصيف أو الربيع أو خلال الخريف أو الشتاء؛ وبذلك يمكن تطبيق معادلة الكمية الاقتصادية للشراء لكل فترة على حدة. وخلال فترات التحوُّل بين المواسم يمكن تخفيض كمية البضاعة المخزونة أو زيادتها حسب الطلبات الموسمية.

ملخَّص الفصل

تناول هذا الفصل بالشرح إدارة حسابات المخزون كأحد البنود الرئيسية لرأس المال العامل. تنقسم بنود المخزون إلى المواد الخام، مخزون إنتاج تام، ومخزون إنتاج غير تام.

ناقش الفصل أهمية التنبؤ بحجم المخزون الأمثل لتقليل الاستثمارات في رأس المال العامل، وتمَ تحديد أهم التكاليف السنوية لقيم بنود المخزون في ثلاث بنود رئيسية:

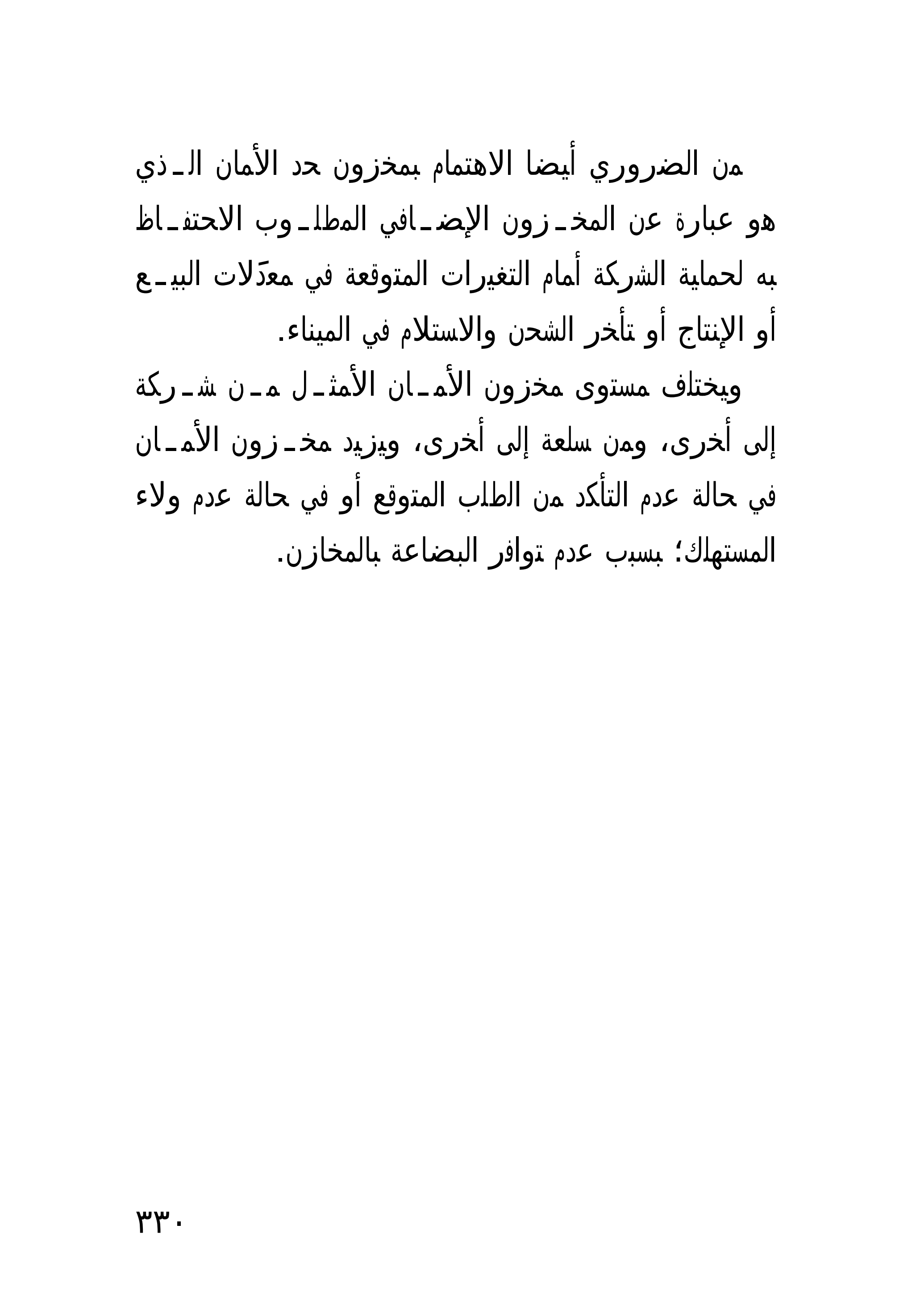
١- تكاليف نقل وتحميل والاحتفاظ بالمخزون.

٢- تكاليف طلب واستلام المخزون.

٣- تكاليف ومخاطر عدم توافر المخزون.

وعادة يتمُ حساب إجمالي تكاليف حسابات المخزون عن طريق حاصل جمع تكلفة الاحتفاظ بالمخزون وتكاليف طلب المخزون.

يتعين على المدير المالي الاهتمام بالحجم الاقتصادي للشراء لتقليل تكلفة الاستثمار في المخزون، بالإضافة إلى تحديد نقطة إعادة الطلب وهي النقطة التي عندها يجب على المدير المالي أن يتخذ قرار بالشراء لتوفير البضاعة قبل أن تنتهي من المخزن.



من الضروري أيضا الاهتمام بمخزون حد الأمان الـذي هو عبارة عن المخـزون الإضـافي المطلـوب الاحتفـاظ به لحماية الشركة أمام التغيرات المتوقعة في معدّلات البيـع أو الإنتاج أو تأخر الشحن والاستلام في الميناء.

ويختلف مستوى مخزون الأمـان الأمثـل مـن شـركة إلى أخرى، ومن سلعة إلى أخرى، ويزيد مخـزون الأمـان في حالة عدم التأكد من الطلب المتوقع أو في حالة عدم ولاء المستهلك؛ بسبب عدم توافر البضاعة بالمخازن.

الفصل السابع

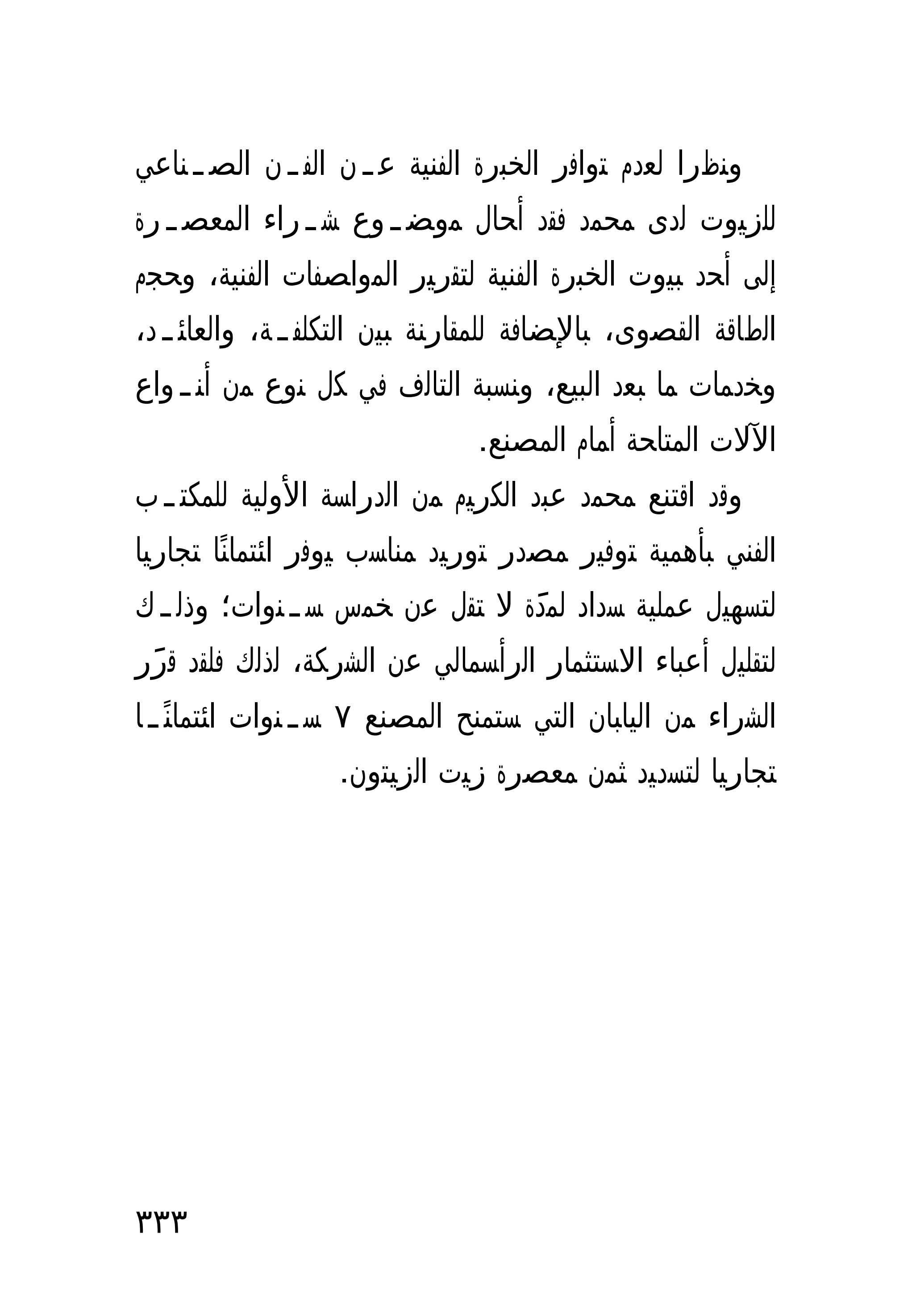
الاستثمار في الأصول الثابتة

شركة معاصر الزيتون بشمال سيناء "العريش"

يفكر محمد عبد الكريم حمادة في إنشاء مصنع لزيت الزيتون للاستفادة من توافر ثمار الزيتون في شمال سيناء، ويحتاج إلى إعداد دراسة جدوى لدراسة العائد الاقتصادي للمشروع، من البنود الرئيسية لدراسة الجدوى عملية تقدير الأموال الاستثمارية المطلوبة للاستثمار في الأصول الثابتة مثل: الأراضي/ المباني/ المصنع/ الآلات والمعدات/ السيارات.

وبالرغم من سهولة تقدير رأس المال الثابت اللازم للمشروع لتوافر الأراضي ولسهولة البناء إلا أن محمد عبد الكريم يواجه مشكلة تحديد الجهة المناسبة لشراء المعصرة الأساسية الخاصة بزيت الزيتون.

وقد توجه محمد عبد الكريم إلى الشركات الموردة لمثل هذه النوعية من المعاصر في القاهرة، وقد علم أن معظم هذه الآلات تأتي مستوردة إما من اليابان أو من ألمانيا أو من الولايات المتحدة الأمريكية.



ونظرا لعدم توافر الخبرة الفنية عـن الفـن الصـناعي للزيوت لدى محمد فقد أحال موضـوع شـراء المعصـرة إلى أحد بيوت الخبرة الفنية لتقرير المواصفات الفنية، وحجم الطاقة القصوى، بالإضافة للمقارنة بين التكلفـة، والعائـد، وخدمات ما بعد البيع، ونسبة التالف في كل نوع من أنـواع الآلات المتاحة أمام المصنع.

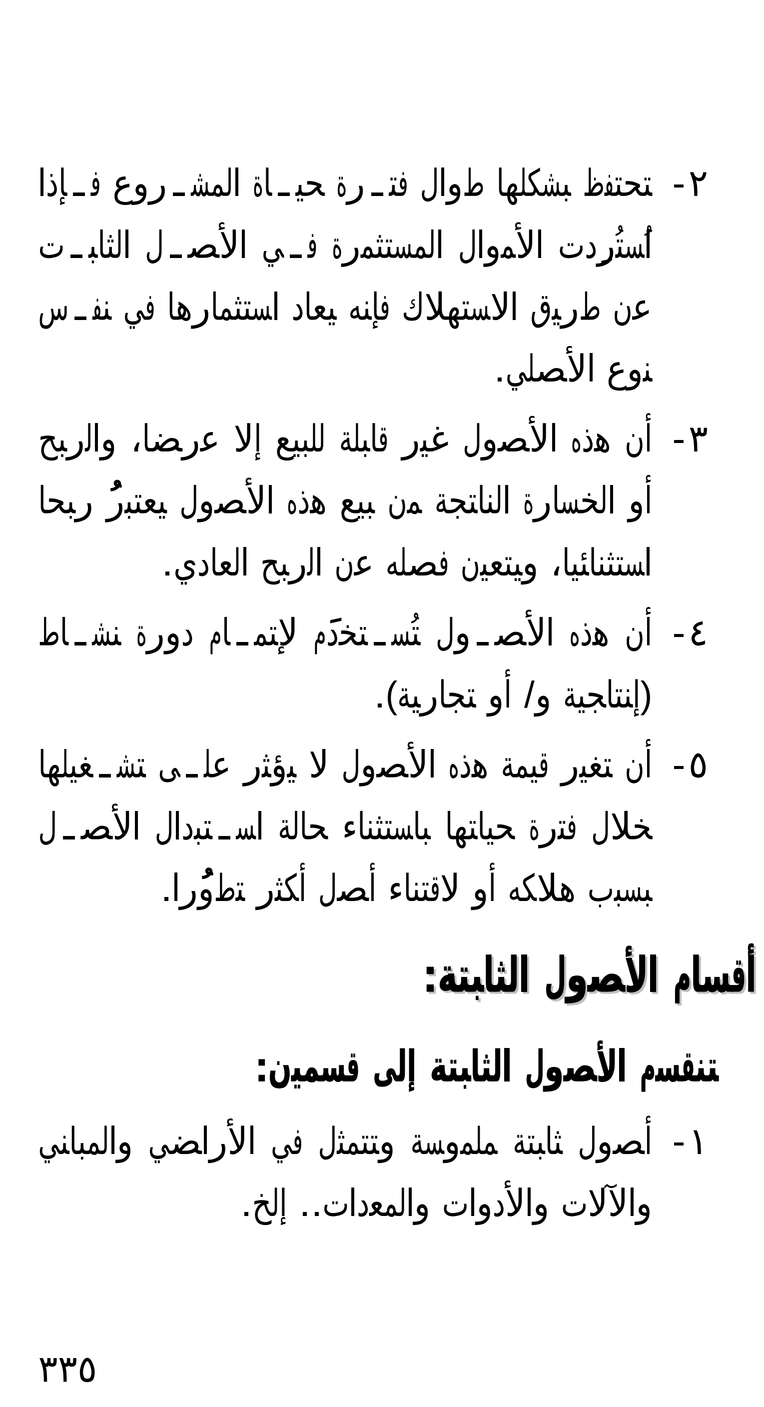
وقد اقتنع محمد عبد الكريم من الدراسة الأولية للمكتـب الفني بأهمية توفير مصدر توريد مناسب يوفر ائتمانًا تجاريا لتسهيل عملية سداد لمدَة لا تقل عن خمس سـنوات؛ وذلـك لتقليل أعباء الاستثمار الرأسمالي عن الشركة، لذلك فلقد قرَر الشراء من اليابان التي ستمنح المصنع ٧ سـنوات ائتمانًـا تجاريا لتسديد ثمن معصرة زيت الزيتون.

تمهيد

من المعروف أن المال يبدأ في المشروع في شكل نقـود يتمُ استثمارها في أصول ثابتة وأصول متداولة، والغـرض من اقتناء الأصول الثابتة هو استغلالها بشكل دائم في مباشرة النشاط الجاري للمشروع، وهي عبارة عن قيم تحتفظ بشكلها خلال فترة حياة المشروع؛ فالثبات لا يعني عدم وجود دورة ولكن الثبات هنا ينصب على النوع فقط؛ مثال ذلك الأراضي والمباني والمعدَات في مشروع صناعي، فهذه القـيم تُقتنَـى لإنتاج السلع (أي تحويل الخامات إلى منتجات جديدة) التـي يبيعها المشروع أو الخدمات التي يقدمها للسوق؛ وبالتالي تسدُ حاجات المجتمع، ونتيجة لذلك يتحقق الربح الذي يحفز الفرد على استثمار أمواله في التجارة.

والأصول الثابتة عبارة عن قيم تحتفظ بشكلها خلال فترة حياة المشروع وتتسم هذه الأصول بالمميزات الآتية:-

١- يتمُ اقتناؤها لإتمام دورة النشاط الجاري للمشـروع؛ وبالتالي فهي غيـر قابلـة للبيـع إلا إذا اسـتنفدت أغراضها التي أُقتُنِيت من أجلها.



٢- تحتفظ بشكلها طوال فترة حياة المشروع فإذا أُستُرِدت الأموال المستثمرة في الأصل الثابت عن طريق الاستهلاك فإنه يعاد استثمارها في نفس نوع الأصلي.

٣- أن هذه الأصول غير قابلة للبيع إلا عرضا، والربح أو الخسارة الناتجة من بيع هذه الأصول يعتبرُ ربحا استثنائيا، ويتعين فصله عن الربح العادي.

٤- أن هذه الأصول تُستخدَم لإتمام دورة نشاط (إنتاجية و/ أو تجارية).

٥- أن تغير قيمة هذه الأصول لا يؤثر على تشغيلها خلال فترة حياتها باستثناء حالة استبدال الأصل بسبب هلاكه أو لاقتناء أصل أكثر تطوُّرا.

أقسام الأصول الثابتة:

تنقسم الأصول الثابتة إلى قسمين:

١- أصول ثابتة ملموسة وتتمثل في الأراضي والمباني والآلات والأدوات والمعدات.. إلخ.

٢- أصول ثابتة غير ملموسة؛ وهـي التـي لا يكـون لها قيمة اقتصادية مثل شـهرة المحـل، وحقـوق الاختراع، ومصروفات التأسيس.

طرق تقدير رأس المال الثابت:

هناك أكثر من طريقة يمكن عن طريقها تقدير الأصـول الثابتة اللازمة للمشـروع (الاسـتثمارات الثابتـة)، نـذكر منها على سبيل المثال الآتي:-

١- الرجوع إلى المشروعات المماثلة التي تـمَ تنفيـذها وتعمل في نفس الصناعة، ورغم أن هذه الطريقـة تُعتبرُ سهلة وتوفر أساسا واقعيا، إلا أنـه يشـترَطُ لتطبيقها أن تكون الأصول قابلة للمقارنة ومطابقـة تماما للمشروع القائم.

٢- الاستقصاء من الموردين في الحصول على أحـدث الأسعار، ورغم أن هذه الطريقة تُعتبرُ أسلم الطـرق وأفضلها، إلا أنه يعاب عليها أنها تأخذ بعض الوقت.

هذا – ويجب أن يراعى عند تقدير رأس المـال الثابـت للمشروع، الفصل التام بين المكون الأجنبي والمكون المحلي لهذه الاستثمارات.

عناصر الأصول الثابتة (رأس المال الثابت) وكيفيـة تقديرها:

يتمُ تقدير عناصر رأس المال الثابت، لكل بند من البنـود وفقًا للأسس التالية:-

١- الأراضي

تُقدَر قيمة الأراضي اللازمـة للمشـروع علـى أسـاس المساحة الكلية – مع مراعاة التوسع المسـتقبلي – وسـعر المتر المربع من الأرض في المنطقة.. ويدخل ضمن تكلفـة الأرض ما يلي:-

- المصاريف المترتبة على نقل الملكية مـن أتعـاب المحاماة ورسوم تسجيل.. إلخ.
- مصاريف تمهيد الأرض بما يجعلها صالحة لإقامـة المباني والمنشآت عليها.

والجدول التالي يوضح تقدير قيمة الأرض:

جدول تقدير قيمة الأرض

بيان	القيمة بالجنيه المصري
قيمة الأرض ٦٠٠٠م٢ × ٥٠ جم/ م٢	٣٠٠,٠٠٠
مصاريف تسجيل	٢١,٠٠٠
عمولات وسمسرة وتكاليف عقود	٩٠٠٠
تكاليف تمهيد الأرض ٦٠٠٠ م٢ × ١٠	٦٠,٠٠٠
إجمالي تكلفة الأرض	٣٩٠,٠٠٠

المباني والإنشاءات:-

تشتمل المباني على الآتي:-

١- المباني الخاصة بعنابر الإنتاج الرئيسية والمساعدة.

٢- مباني الإدارة.

٣- مباني المخازن.

٤- مباني الخدمات (غرف الغلايات – الكهرباء... إلخ).

٥- الأسوار الخارجية.

وتُقَامُ المباني على ضوء التصميمات التي تعدُّهـا بيـوت الخبرة، والتي يجب أن يراعى في تصميمها خطوط الإنتـاج وتسلسل العملية الإنتاجية، وغالبا ما تُعدُّ تصـميمات مبـاني المصنع في ضوء التصميمات التي تراها الشركات المـوردة للآلات والمعدات، أو الشركات التي تمنح المشـروع حـق المعرفة والخبرة الفنية.

ويتمُّ تقدير تكلفة المباني والإنشاءات عن طريق عروض الأسعار التي يتمُّ الحصول عليها من شـركات المقـاولات، وفيما يلي الجدول التقديري للمباني:

جدول تقديري للمباني والإنشاءات

بيان	**القيمة بالجنيه المصري**
حفر ٣٠٠٠م٢ × ٢ م عمق × ٣ جم/ م٢	١٨,٠٠٠
أساسات وخرسانة مسلحة ٢٠٠٠م٢ × ١٢٠ جم/ م٣	٢٤٠,٠٠٠
مبنى عنبر الإنتاج ٢٠٠٠م٢ × ١٥٠ جـم/ م٢	٣٠٠,٠٠٠
مباني الإدارة ٣٠٠م٢ × ٣ طوابـق × ٢٠٠	١٨٠,٠٠٠

جم/م	
مباني المخازن ٥٠٠ م٢ × ٩٠ جم/م٢	١٨,٠٠٠
الأسوار الخارجية ٨٠٠ م × ٧٠ جم/ م٢	٥٦,٠٠٠
إجمالي تكلفة المباني والإنشاءات	٨٦٢,٠٠٠

المرافق والخدمات:

قد يستلزم الأمر إنشاء مجموعة من الطـرق الداخليـة، وشبكة للصرف والإنارة الداخلية؛ لذلك فإنه يمكن تقدير تكلفة هذه البنود عن طريق عروض الأسعار التي يمكن الحصول عليها من الشركات المتخصصة، وذلك كما يتبين من الجدول التالي:-

جدول تقديري للمرافق والخدمات

بيان	**القيمة بالجنيه المصري**
طرق داخلية ٥٠٠ م ٢ × ٣٠ جم/ م٢	١٥,٠٠٠
شبكات صرف	٢٠,٠٠٠
الإنارة الداخلية للطرق	١٠,٠٠٠
توصيلات كهربائية	٧٥,٠٠٠

شبكة المياه	٤٠,٠٠٠
إجمالي	١٦٠,٠٠٠

الآلات والمعدات:

يرتبط اختيار الآلات والمعدات، باختيار عمليات الإنتـاج والطاقة الإنتاجية؛ فاختيار الطاقة الإنتاجية، وطريقة الإنتـاج تحدد إلى حد كبير الاختيار اللاحق للآلات والمعدات.

ويتمُّ تقدير الآلات والمعدات، في ضوء عروض الأسعار التي يمكن الحصول عليها من مـوردي الآلات والمعـدات سواء في السوق المحلي أو السوق الخارجي، وفـي جميـع الحالات يفضـل عنـد التعاقـد شـراء الآلات والمعـدات عن طريق مناقصات محلية أو عالمية للحصول على أفضل الأسعار.

وتتضمن تكلفة الآلات والمعدات– بالإضافة إلى أسعارها – تكلفة النقـل والتـأمين عليهـا، والرسـوم الجمركيـة، ومصروفات إعداد مواقع التركيب، وتكاليف تركيب الآلات، وكافة المصروفات الأخرى حتى تصـبح الآلات والمعـدات معدَّة للتشغيل.

وفيما يلي الجدول التقديري للآلات والمعدات:

جدول تقديري للآلات والمعدات

بيان	عملة محلية	عملة أجنبية	إجمالي
خطوط إنتاج رئيسية	-	٢٠٠,٠٠٠	٢٠٠,٠٠٠
خطوط إنتاج مساعدة	١٥٠,٠٠٠	٧٠٠,٠٠٠	٨٥٠,٠٠٠
مصاريف نقل وشحن وتأمين	٢٥,٠٠٠	١٠٠,٠٠٠	١٢٥,٠٠٠
رسوم جمركية	٤٠٥,٠٠٠	-	٤٠٥,٠٠٠
تكـــاليف تركيـــب وإعداد المواقع	١٠,٠٠٠	٨٠,٠٠٠	١٨٠,٠٠٠
الإجمالي	٦٨٠,٠٠٠	٢٧٧,٠٠٠	٣,٥٦٠,٠٠٠

وسائل النقل والانتقالات:

تتحدّد كمية وتكلفة وسائل النقل والانتقالات، على ضوء موقع المشروع ومدى قربـه أو بعـده مـن مصـادر الحصـول على الخامات ومستلزمات الإنتاج، أماكن العمالـة اللازمـة للمشروع، أماكن التوزيع للإنتاج.

ويتمُ تقدير تكلفة وسائل النقل والانتقالات على أساس الأسعار السائدة في السوق، ومن واقع عروض الأسعار من شركات تجارة السيارات، وفي بعض الأحيان يفضل استيراد وسـائل النقل إذا كان المشروع معفى من الجمارك، ويدخل ضـمن تكلفة وسـائل النقـل والانتقـالات/ مصـروفات التسـجيل والتراخيص اللازمة، وكذلك مصـاريف الشـحن والتـأمين إذا تمَ استيرادها من السوق الخارجي.

وفيما يلي جدول تقديري لوسائل النقل والانتقالات

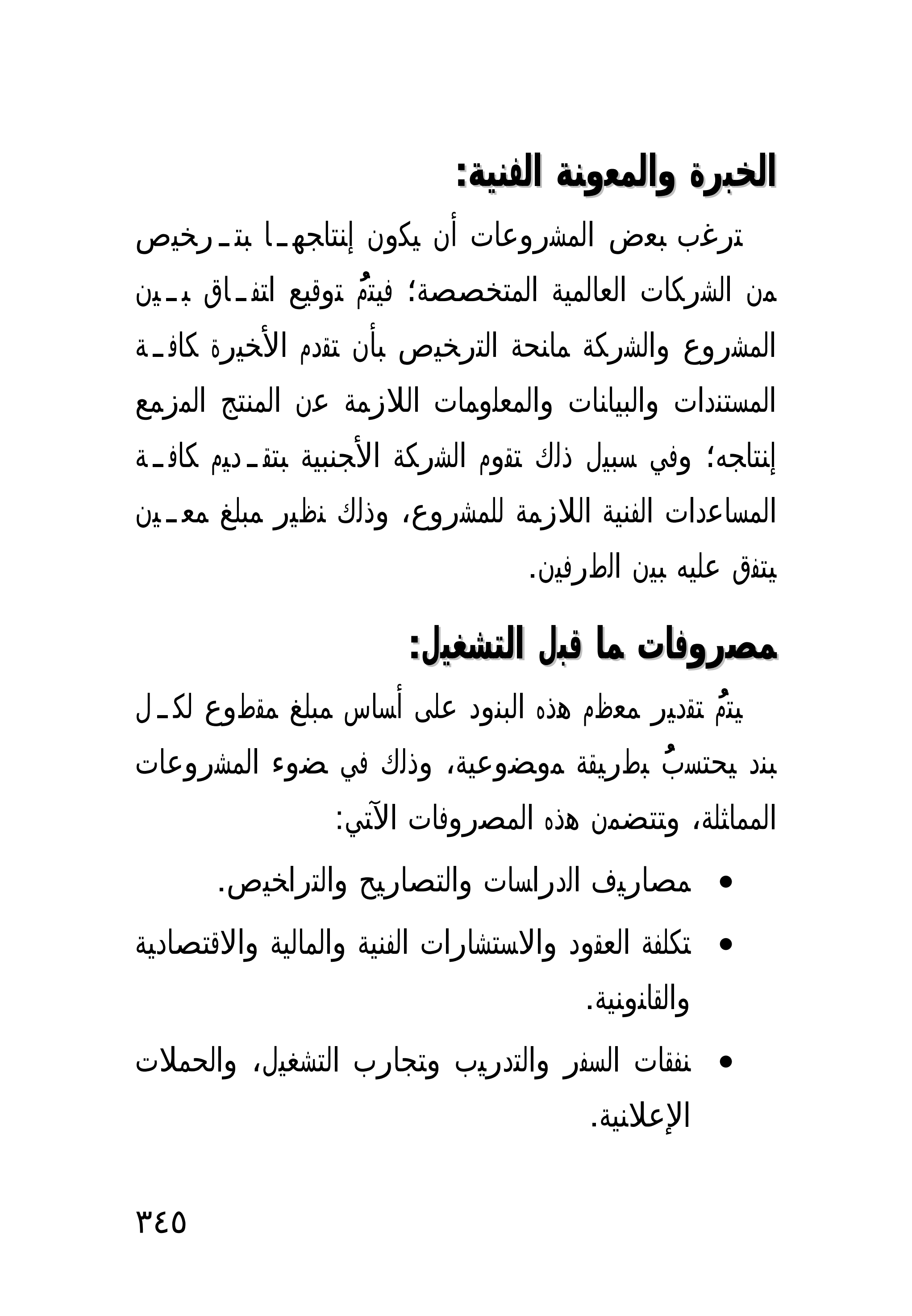
بيان	عدد	السعر	القيمة
سيارة نقل	٢	٩٠,٠٠٠جم	١٨٠,٠٠٠
سيارة نصف نقل	٢	٦٥,٠٠٠جم	١٣٠,٠٠٠
أتوبيس	١	١٥٠,٠٠٠جم	١٥٠,٠٠٠
ميكروباص	٢	١٢٥,٠٠٠جم	٢٥٠,٠٠٠
سيارة ملاكي	٥	٤٠,٠٠٠جم	٢٠٠,٠٠٠
ونش شوكة	٤	٣٠,٠٠٠جم	١٢٠,٠٠٠
الإجمالي	-	-	١,٠٣٠,٠٠٠

الأثاث والتجهيزات:

تتمثل في الأثاث اللازم لإدارة المشروع؛ كالآلات الكاتبة والحاسبة، وآلات التصـوير، والأثـاث المكتبـي، أجهـزة التكييف... إلخ كذلك تتضـمن دواليـب العمـال، وأمـاكن راحتهم، وتُقَدَّر تكلفة هذه البنـود علـى أسـاس أسـعارها من الموردين وذلك كما يوضحه الجدول التالي:-

جدول تقديري للأثاث والتجهيزات

بيان	عدد	السعر	القيمة
مكاتب	٣٥	٤٠٠	١٤,٠٠٠
شانون	٨٠	٢٠٠	١٦,٠٠٠
دواليب للعمال	١٠٠	١٢٠	١٢,٠٠٠
آلات كاتبة	٨	٥٠٠	٤,٠٠٠
آلات تصوير	٣	٣٠٠٠	٩,٠٠٠
حجرة اجتماعات	٢	٤٠٠٠	٨,٠٠٠
أجهزة تكييف للإدارة	١٠	٤٠٠٠	٤٠,٠٠٠
الإجمالي			١٠٣,٠٠٠



الخبرة والمعونة الفنية:

ترغب بعض المشروعات أن يكون إنتاجها بترخيص من الشركات العالمية المتخصصة؛ فيتمُ توقيع اتفاق بين المشروع والشركة مانحة الترخيص بأن تقدم الأخيرة كافة المستندات والبيانات والمعلومات اللازمة عن المنتج المزمع إنتاجه؛ وفي سبيل ذلك تقوم الشركة الأجنبية بتقديم كافة المساعدات الفنية اللازمة للمشروع، وذلك نظير مبلغ معين يتفق عليه بين الطرفين.

مصروفات ما قبل التشغيل:

يتمُ تقدير معظم هذه البنود على أساس مبلغ مقطوع لكل بند يحتسبُ بطريقة موضوعية، وذلك في ضوء المشروعات المماثلة، وتتضمن هذه المصروفات الآتي:

- مصاريف الدراسات والتصاريح والتراخيص.
- تكلفة العقود والاستشارات الفنية والمالية والاقتصادية والقانونية.
- نفقات السفر والتدريب وتجارب التشغيل، والحملات الإعلانية.

- فوائد القروض خلال فترة الإنشاء.
- تكلفة الجهاز الإداري والفني خلال فترة الإنشاء.

جدول تقديري لمصروفات ما قبل التشغيل

بيان	عملة محلية	عملة أجنبية	إجمالي
مصاريف الدراسات	١٠,٠٠٠	-	١٠,٠٠٠
تصاريح وتراخيص	٥,٠٠٠	-	٥,٠٠٠
تكاليف عقود	٢,٠٠٠	-	٢,٠٠٠
استشارات	٨,٠٠٠	٢٠,٠٠٠	٢٨,٠٠٠
نفقات سفر وتدريب	١٥,٠٠٠	٣٥,٠٠٠	٥٠,٠٠٠
تجارب تشغيل	١٠٠,٠٠٠	٤٠,٠٠٠	١٤٠,٠٠٠
حملات إعلانية	٢٥٠,٠٠٠	-	٢٥٠,٠٠٠
تكلفة الجهاز الإداري	١٢٠,٠٠٠	-	١٢٠,٠٠٠
فوائد القروض خـلال فترة الإنشاء	٥٢٥,٠٠٠	٢٢٥,٠٠٠	٧٥٠,٠٠٠
الإجمالي	١,٠٣٥,٠٠٠	٣٢٠,٠٠٠	١,٣٥٥,٠٠٠

ملحوظة:

افترض أن مبلغ القروض طويلة الأجل ٥ ملايين جنيـه مصري، منه مبلغ ١,٥ مليون جنيـه مصـري بـالعملات الأجنبية، ويطبق سعر الفائدة بواقع ١٥٪، وفتـرة اسـتخدام القرض سنة.

الاحتياطات:

لما كانت الظروف الاقتصادية تتسم بـالتغير المسـتمر، وما يترتب على ذلك من ارتفاع في الأسعار نتيجة للتضـخم العالمي، فإنه يتمُّ تقدير نسبة معينة تتراوح بين ٥٪ إلى ١٠٪ كاحتياطي لمقابلة احتمالات ارتفاع الأسعار.

بعــد أن يــتمَّ تقــدير عناصــر رأس المــال الثابــت (الأصول الثابتة) تُعدُّ قائمة بهذه التكاليف، موزَّعة بين عملة محلية وعملة أجنبية كالتالي:-

جدول عناصر التكاليف الثابتة

(بالألف جنيه مصري)

بيان	عملة محلية	عملة أجنبية	إجمالي
أرض	٣٩٠	-	٣٩٠
مبانٍ وإنشاءات	٨٦٢	-	٨٦٢
مرافق وخدمات	١٦٠	-	١٦٠
آلات ومعدات	٦٨٠	٢٨٨٠	٣٥٦٠
وسائل نقل وانتقالات	١٠٣٠	-	١٠٣٠
أثاث وتجهيزات	١٠٣	-	١٠٣
الخبرة والمعونة الفنية	-	٢٥٠	٢٥٠
مصروفات ما قبل التشغيل	١٠٣٥	٣٢٠	١٣٥٥
احتياطي ١٠٪	٤٢٦	٣٤٥	٧٧١
التكاليف الثابتة	٤٦٨٦	٣٧٩٥	٨٤٨١

بعض أسباب التجاوز في الأصول الثابتة (رأس المال الثابت)

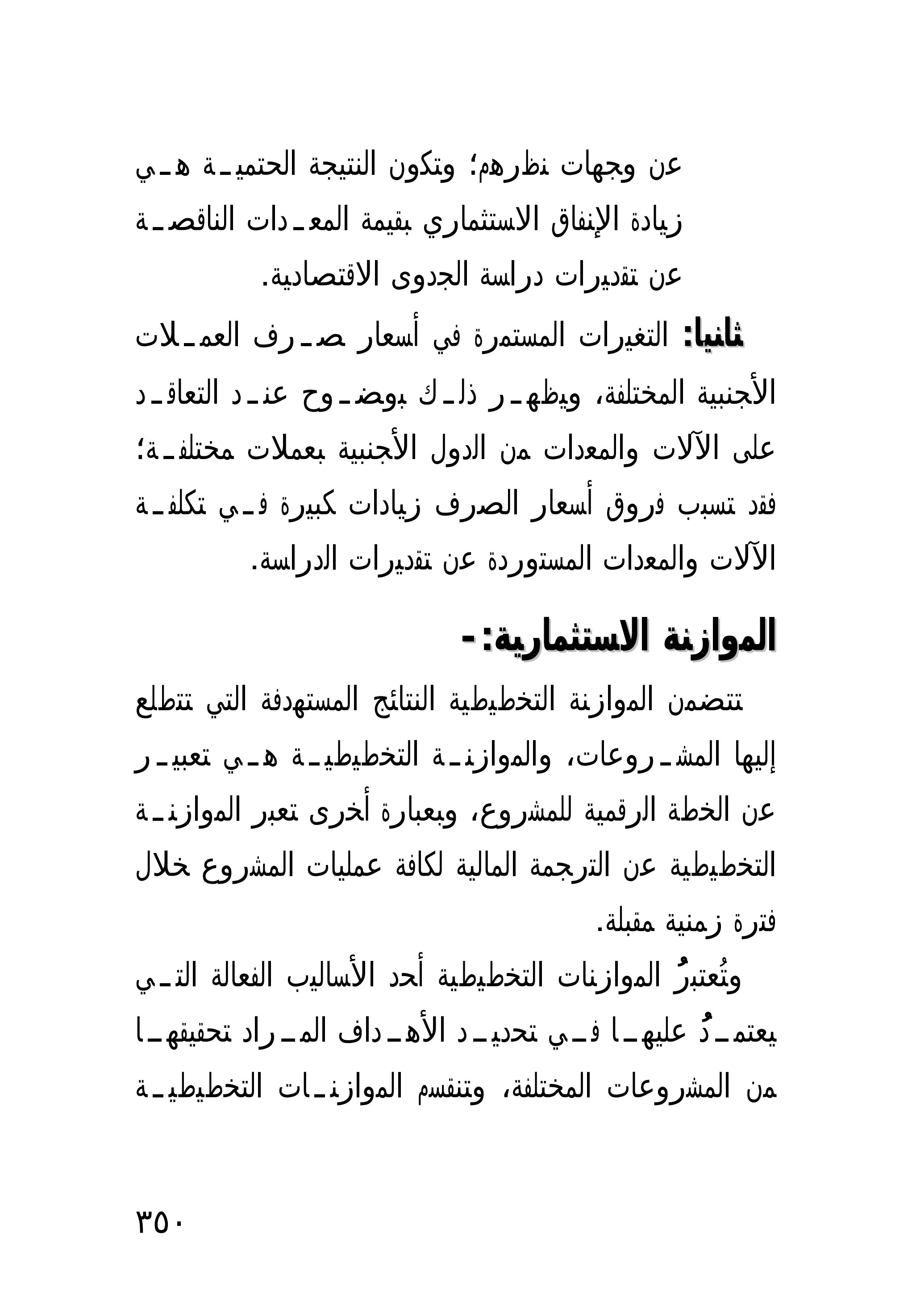
ترجع هذه التجاوزات إلى العديد من الأسباب نذكر منها على سبيل المثال الآتي:-

أولاً: القصور في الدراسات الفنية وعلى الأخص ما يلي:-

١- عدم إجراء البحوث الفنية الكافية على نوعية التربة، كذلك تصميم المباني بما لا يتفق وتصميم الآلات وقدرتها الإنتاجية، أو تسلسل العملية الإنتاجية. فمثل هذه البنود يترتب عليها بالضرورة زيادة تكلفة المباني الفعلية عن المقدَّرة.

٢- عدم الأخذ في الاعتبار المعدات المساعدة للآلات الرئيسية الإنتاجية كمعدات المناولة؛ مما يترتب عليه زيادة تكاليف الاستثمار في الأصول الثابتة.

٣- إغفال بعض المعدات اللازمة لخط إنتاجي معين؛ نتيجة لأن بعض مقدمي المشروعات (المروج) لا يعطون الفرصة للخبراء المتخصصين للتعبير



عن وجهات نظرهم؛ وتكون النتيجة الحتمية هي زيادة الإنفاق الاستثماري بقيمة المعدات الناقصة عن تقديرات دراسة الجدوى الاقتصادية.

ثانيا: التغيرات المستمرة في أسعار صرف العملات الأجنبية المختلفة، ويظهر ذلك بوضوح عند التعاقد على الآلات والمعدات من الدول الأجنبية بعملات مختلفة؛ فقد تسبب فروق أسعار الصرف زيادات كبيرة في تكلفة الآلات والمعدات المستوردة عن تقديرات الدراسة.

الموازنة الاستثمارية:-

تتضمن الموازنة التخطيطية النتائج المستهدفة التي تتطلع إليها المشروعات، والموازنة التخطيطية هي تعبير عن الخطة الرقمية للمشروع، وبعبارة أخرى تعبر الموازنة التخطيطية عن الترجمة المالية لكافة عمليات المشروع خلال فترة زمنية مقبلة.

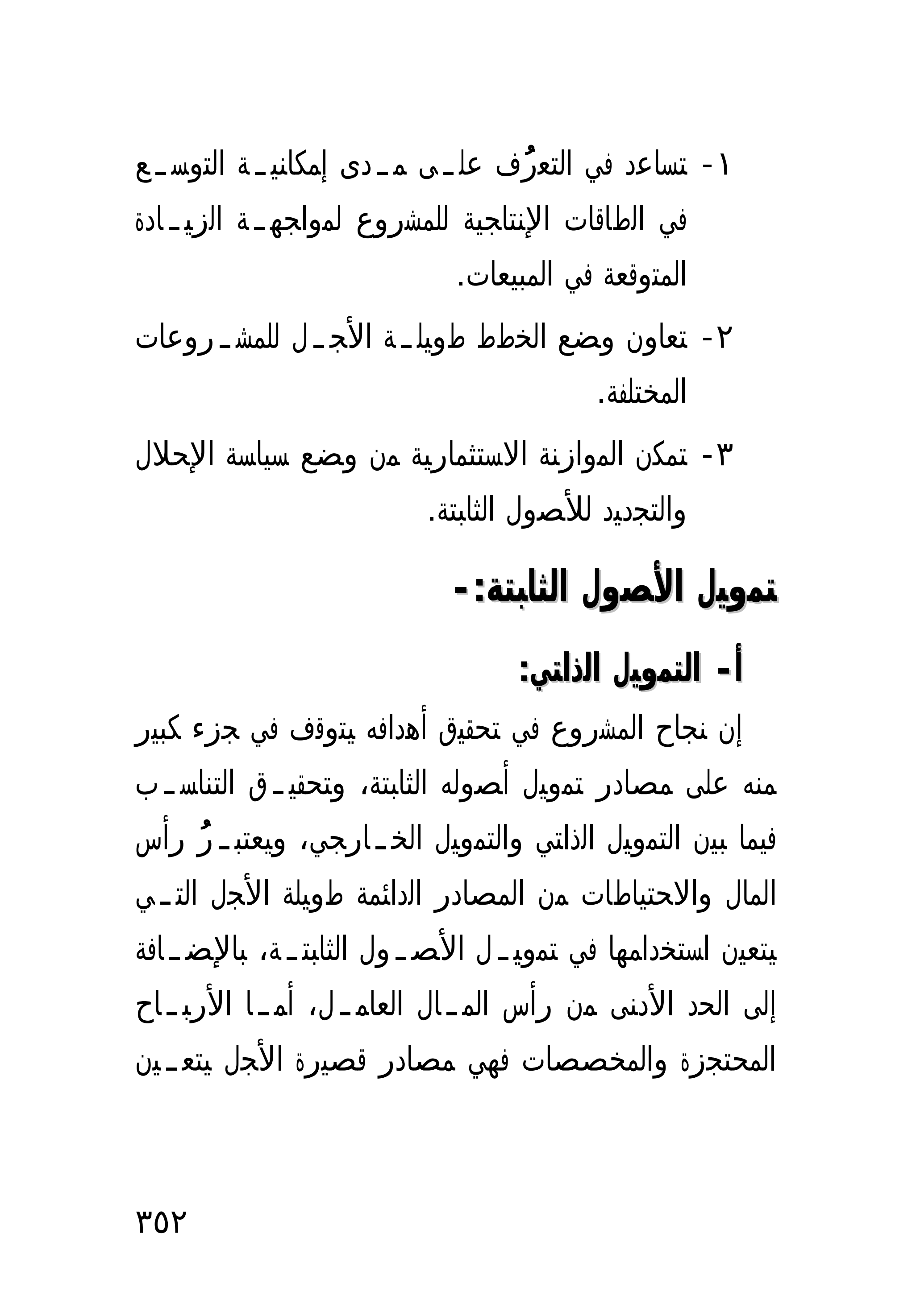
وتُعتبرُ الموازنات التخطيطية أحد الأساليب الفعالة التي يعتمدُ عليها في تحديد الأهداف المراد تحقيقها من المشروعات المختلفة، وتنقسم الموازنات التخطيطية

إلى عدّة أنواع، غير أننا سوف نركـز هنـا علـى مفهـوم الموازنة الاستثمارية.

الموازنة الاستثمارية تُعتبرُ أحد الأساليب التـي تسـاعد على تخطيط وتقدير عناصر الإنفاق الاستثماري للمشـروع (الأصول الثابتة) مثل المباني والآلات والمعدات وغيرهـا، بالإضافة إلى الحد الأدنى من رأس المـال العامـل الـلازم للتشغيل، ويتضمن الإطار العام للموازنة الاستثمارية ما يلي:

- البحث عن فرص الاستثمار ووضع الخطط الطويلة لها.
- إعداد الموازنات قصـيرة الأجـل لتقيـيم فـرص الاستثمار.
- وضع المعايير التي تمكن من الرقابة على الإنفاق.
- تحليل الاستثمارات وإعداد القوائم اللازمة.

إن اتخـاذ القـرارات الإداريـة المتعلقـة بالاسـتثمار في الأصول الثابتة يعتبرُ أمـرا ضـروريا نتيجـة للمبـالغ الضخمة التي تتضمنها هذه الأصول؛ ومن هنا تظهر أهميـة الموازنات الاستثمارية والتي تتلخص في الآتي:-



١- تساعد في التعرُّف علـى مـدى إمكانيـة التوسـع في الطاقات الإنتاجية للمشروع لمواجهـة الزيـادة المتوقعة في المبيعات.

٢- تعاون وضع الخطط طويلـة الأجـل للمشـروعات المختلفة.

٣- تمكن الموازنة الاستثمارية من وضع سياسة الإحلال والتجديد للأصول الثابتة.

تمويل الأصول الثابتة:-

أ- التمويل الذاتي:

إن نجاح المشروع في تحقيق أهدافه يتوقف في جزء كبير منه على مصادر تمويل أصوله الثابتة، وتحقيـق التناسـب فيما بين التمويل الذاتي والتمويل الخـارجي، ويعتبـرُ رأس المال والاحتياطات من المصادر الدائمة طويلة الأجل التـي يتعين استخدامها في تمويـل الأصـول الثابتـة، بالإضـافة إلى الحد الأدنى من رأس المـال العامـل، أمـا الأربـاح المحتجزة والمخصصات فهي مصادر قصيرة الأجل يتعـين

استخدامها فـي تمويـل جـزء مـن العمليـات الجاريـة (الأصول المتداولة).

فإذا افترضنا أن ميزانية أحد المشروعات كالتالي:

ميزانية أحد المشروعات

(بالألف جنيه مصري)

٥٠٠		أصول ثابتة		٤٠٠	رأس المال
		أصول متداولة		١٥٠	احتياطات
	١٠٠	نقدية		٧٠	أرباح محتجزة
	٢٥٠	مخزون		٣٠	مخصصات
	٢٠٠	أوراق قبض	٦٥٠	---	حقوق ملكية
٥٥٠	---		٤٠٠		خصوم متداولة
١٠٥٠		إجمالي	١٠٥٠		إجمالي

من هذه الميزانية يتبين أن التمويل الذاتي البـالغ قـدره ٦٥٠ ألف جنيه مصري أُستُخدِمَ في الأصول الثابتة، وجـزء من الأصول المتداولة.

مميزات التمويل الذاتي:-

تُعتبرُ قدرة المشروع وكفـاءة القـائمين علـى إدارتـه في تدبير التمويل الذاتي وتوزيعه على الاستثمارات المختلفة هي المحدد الأساسي لنجاح أو فشل تحقيق أهداف المشروع، ويتوقف تقدير التمويل الذاتي علـى عـدّة عوامـل تتمثـل في الآتي:-

- مدى تحقيق المشروع لمعدّلات ربحية مناسبة.
- معدّل العائد على حق الملكية.
- توليفة الاستثمارات المختلفة.

فتوفير التمويل الذاتي لتمويل الأصـول الثابتـة يحقـق الاستقلال الكامل للطاقات الإنتاجية؛ مما يؤدي إلى التـوازن المالي للمشروعات، وعدم تعرُضها لمخاطر الخلل والتدهوُر المالي والاقتصادي.

وبناء على ما تقدّم فإن نمو المشروعات وتقدُمها والتوسع في أنشطتها المختلفة رهن بما تقتنيه من أصـول رأسـمالية وقدرتها على تجديدها.

التمويل الخارجي:-

مبررات التمويل الخارجي:

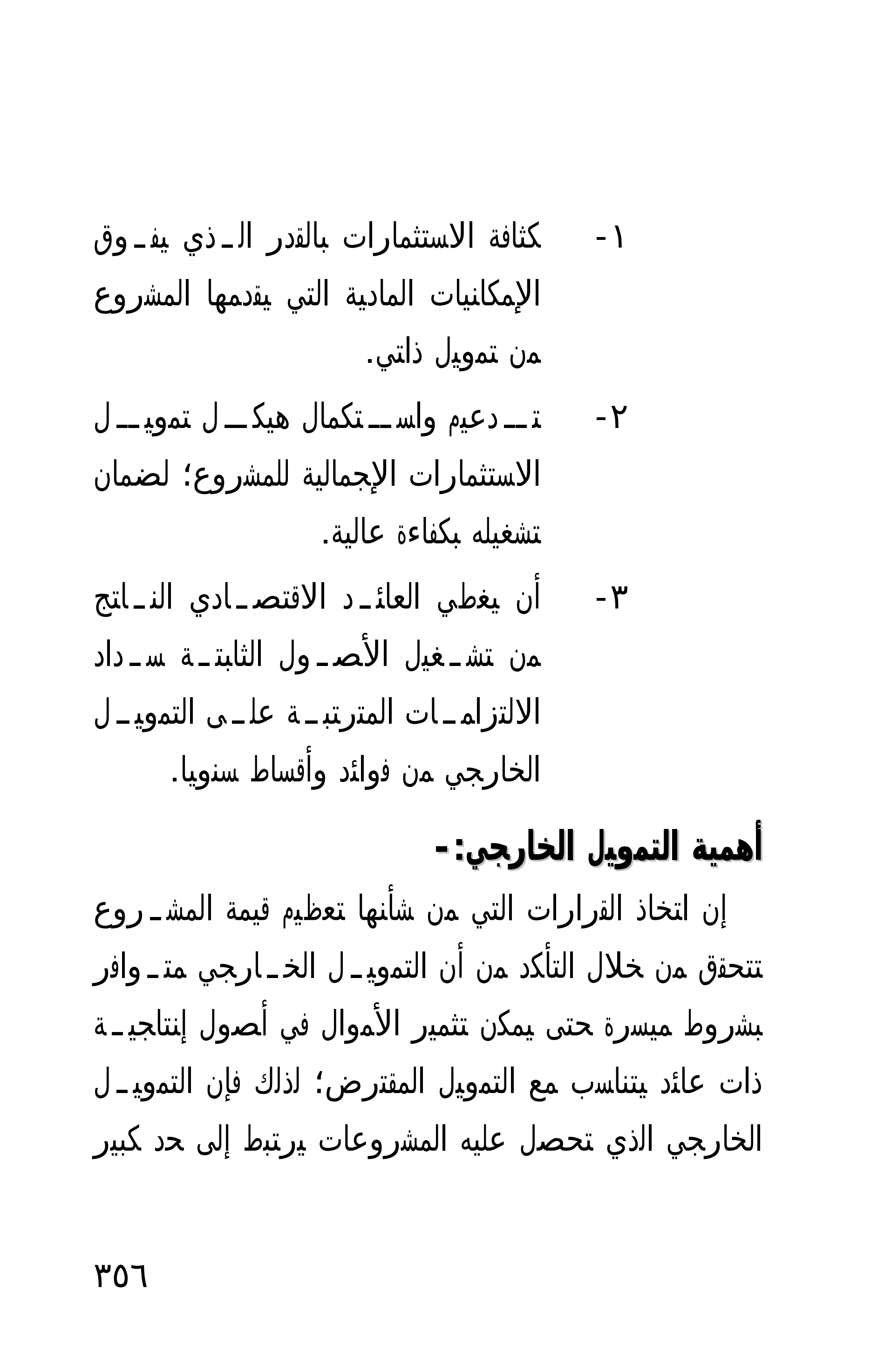
يعتبرُ التمويل الخارجي المصدر الثاني من مصادر تمويل الأصول الثابتة، والذي يختلف عن التمويل الذاتي في الآتي:-

أ- أن التمويل الخارجي يقدَم بناء على علاقة تعاقدية بين المقترض (المشروع المستثمر) والمقرض، بينما يقدَم التمويل الذاتي بناء على رغبة المستثمر.

ب- أن التمويل الذاتي غير قابل للتخصيص على أصول محدَدة بذاتها، بينما يخصص التمويل الخارجي لأصل معين بذاته.

ت- أن التمويل الخارجي يلقي على المشروع عبء سداد فوائده والأقساط المستحقة عليه، عكس التمويل الذاتي فليس هناك التزام على المشروع برده للمستثمرين.

ومن المبررات التي تقتضي من المستثمرين الالتجاء إلى التمويل الخارجي لاقتناء الأصول الثابتة ما يلي:-



١- كثافة الاستثمارات بالقدر الـذي يفـوق الإمكانيات المادية التي يقدمها المشروع من تمويل ذاتي.

٢- تـدعيم واسـتكمال هيكـل تمويـل الاستثمارات الإجمالية للمشروع؛ لضمان تشغيله بكفاءة عالية.

٣- أن يغطي العائـد الاقتصـادي النـاتج من تشـغيل الأصـول الثابتـة سـداد الالتزامـات المترتبـة علـى التمويـل الخارجي من فوائد وأقساط سنويا.

أهمية التمويل الخارجي:-

إن اتخاذ القرارات التي من شأنها تعظيم قيمة المشـروع تتحقق من خلال التأكد من أن التمويـل الخـارجي متـوافر بشروط ميسرة حتى يمكن تثمير الأموال في أصول إنتاجيـة ذات عائد يتناسب مع التمويل المقترض؛ لذلك فإن التمويـل الخارجي الذي تحصل عليه المشروعات يرتبط إلى حد كبير

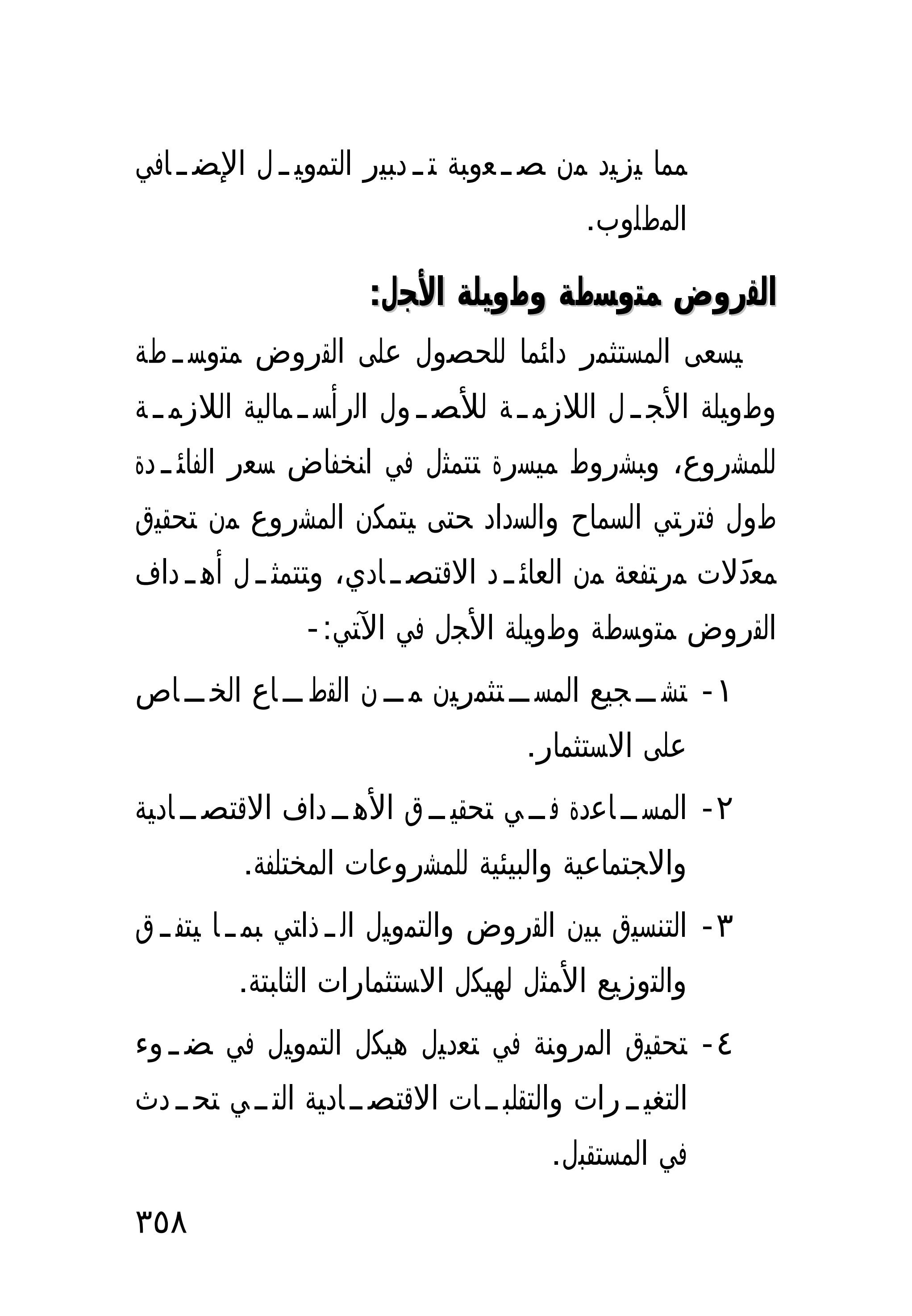
بتكلفة التمويل؛ مما ينعكس أثره على العوائد المتوقعة لهـذه المشروعات.

فالعائد الاقتصادي الذي يؤدي إلى تعظيم قيمة المشروع، ليس هو الهدف الرئيسي الذي يسـعى إليـه المسـتثمرون، فالعوائد الاجتماعية مثل خلق العمالة الجديدة في المجتمـع، وزيادة الدخل القومي وغيرها، يجب أن يكـون لهـا نفـس الأهمية عند اتخاذ قرار التمويل الخارجي الذي يحقق أعلـى معدَّلات للعائد وأقل حد من المخـاطر، غيـر أن القصـور في تدبير التمويل من مصادره المختلفة يؤدي إلـى حـدوث خلل في هيكل التمويل الأمر الذي يترتـب عليـه تعـرُّض المشروعات إلى العديد من المشاكل نوجزها في الآتي:-

١- التأخير في تنفيذ المشروع عن البرنـامج الزمنـي المحدَّد.

٢- ارتفاع تكلفة الأصول الرأسمالية ومصروفات ما قبل التشغيل؛ بسبب ارتفاع الأسعار الناتج من التأخير.

٣- نتيجة لما سبق فإن التجاوز في تكـاليف الأصـول الثابتة سيترتب عليه تعديل هيكل التمويل بالزيـادة؛



مما يزيد من صعوبة تدبير التمويل الإضافي المطلوب.

القروض متوسطة وطويلة الأجل:

يسعى المستثمر دائما للحصول على القروض متوسطة وطويلة الأجل اللازمة للأصول الرأسمالية اللازمة للمشروع، وبشروط ميسرة تتمثل في انخفاض سعر الفائدة طول فترتي السماح والسداد حتى يتمكن المشروع من تحقيق معدّلات مرتفعة من العائد الاقتصادي، وتتمثل أهداف القروض متوسطة وطويلة الأجل في الآتي:-

١- تشجيع المستثمرين من القطاع الخاص على الاستثمار.

٢- المساعدة في تحقيق الأهداف الاقتصادية والاجتماعية والبيئية للمشروعات المختلفة.

٣- التنسيق بين القروض والتمويل الذاتي بما يتفق والتوزيع الأمثل لهيكل الاستثمارات الثابتة.

٤- تحقيق المرونة في تعديل هيكل التمويل في ضوء التغيرات والتقلبات الاقتصادية التي تحدث في المستقبل.

وعلى الرغم من أن الاعتماد المتزايد على القروض متوسطة وطويلة الأجل يساعد على سرعة تنفيذ المشروع ويحقق له النمو، إلا أنه نمو مؤقت وسرعان ما يؤدي الاعتماد المتزايد على القروض إلى حدوث خلل في هيكل التمويل.

١- مميزات القروض متوسطة وطويلة الأجل:

تُعتبرُ القروض متوسطة الأجل إحدى السمات المميزة لتمويل الأصول الثابتة للمشروعات المختلفة؛ نظرا لما تتطلبه من أموال ضخمة لا تستطيع الموارد الذاتية توفيرها، وإن كانت المشروعات تتفاوت فيما بينها في نسبة القروض لحقوق الملكية، وتتميز القروض متوسطة وطويلة الأجل بالعديد من الخصائص نذكر منها الآتي:

أ- يتمُّ سداد هذه القروض على أقساط دورية (ربع سنوية، نصف سنوية) بعد فترة سماح مناسبة تتيح للمشروع تحقيق الفوائض النقدية التي تمكنه من السداد.

ب- أنها تستحق على آجال طويلة تمتدُّ إلى خمس سنوات كحد أدنى، وعشرين عاما كحد أقصى، باستثناء

القروض الدولية التي تصل آجالها إلى ما يزيد عن الثلاثين عاما.

ت- تتميز بضخامة قيمتها؛ مما يستلزم توزيع مخاطرها على عدد من المقرضين، حيث يتمُّ ترتيب مثل هذه القروض بين مجموعة من البنوك والمؤسسات المالية في شكل قروض مسوَّقة Syndicated Loans

ث- تتميز بالمرونة؛ حيث يمكن تعديل شروطها إذا توافرت الأسباب الموضوعية للتعديلات المطلوبة.

٢- تصنيف المؤسسات المقرضة:-

يمكن تصنيف المؤسسات المقرضة للمشروعات المختلفة في ثلاث مجموعات هي:-

- البنوك.
- الموردين.
- المؤسسات الدولية.

١- البنوك:-

تتولى البنوك -على اختلاف أشكالها- منح القروض طويلة ومتوسطة وقصيرة الأجل للمشروعات لتمويل

احتياجاتها من الأصـول الرأسـمالية (الثابتـة) والأصـول المتداولة. وهذه القروض قد تكون:-

- قروض مباشرة يمنحها البنك بمفرده.
- قروض مسوَقة مع أكثر من بنك.

١/١ قروض مباشرة:

تتفاوت هذه القروض من حيث المبلغ، وسداد الأقسـاط، وتواريخ الاستحقاق، وتتولى البنوك منحهـا للمشـروعات؛ لتمكينها من توفير احتياجاتها التمويلية بسهولة ويسر.

٢/١ القروض المسوقة Syndicated Loans

هي القروض التي يلجأ إليها البنك عنـدما يفـوق مبلـغ القرض المطلوب للمشروع إمكانياتـه؛ بسـبب السياسـات الائتمانية المطبقة فيه، أو كنوع من توزيع مخاطر القـرض على أكثر من بنك، وتمكـن هـذه القـروض المشـروعات من توفير احتياجاتها التمويلية، ويتمُ ترتيب هـذه القـروض بأن يتولى البنك الرائد Lead Bank المهام التالية:-

أ- توجيه الدعوة للبنـوك المشـاركة فـي القـروض المطلوبة للمشروع.

ب- تخصيص حصص البنوك المشاركة في القروض.

ت- إعـداد مشـروع اتفاقيـة القـرض ومناقشـتها مع المقرضين؛ للوصـول إلـى الصـيغة النهائيـة للاتفاقية، والترتيب لتوقيعها.

بعد ذلك يتولى البنك الوكيل Agent Bank تنفيذ القرض منذ التوقيع على الاتفاقية حتى سداد آخر قسط منـه؛ حيـث يتولى المهام التالية:-

أ- دعوة البنوك المشاركة لسداد حصصها في كل سحبة مطلوبة من القروض.

ب- إمساك حسابات القرض من حيـث قيمـة الرصـيد المستخدم، والفوائد، والعمولات المستحقة لكل بنك.

ت- استلام الأقساط والفوائد المسـتحقة علـى القـرض وتوزيعها على البنوك المشاركة كل بنسبة مشـاركته في القرض.

ث- يتولى الدفاع عن مصالح البنوك المقرضة في حالـة إخفاق المقترض في الوفاء بالتزاماته.

٢- تسهيلات الموردين Supplier Facilites

يمكن للمشروعات المختلفة أن تحصل علـى احتياجاتهـا من الأصول الثابتة بشرائها مـن المـوردين فـي السـوق الخارجي أو السوق المحلي؛ وذلك بموجب تسهيلات يمنحها المورد للمشروع بحيث يتمُ السداد على آجال طويلة.

وفي مثل هذه التسهيلات إذا كان الشـراء مـن السـوق الخارجي فإن المورد يطلب من المشتري أن يقدم له ضـمانًا بنكيا أو يفتح له اعتمادا مستنديا لدى البنـك الـذي يتعامـل معه كضمان لسداد قيمة الأصول المباعة، أما إذا كان الشراء من السوق المحلي فإن المورد يطلب من المشتري التوقيـع على سندات إذنية أو كمبيالات، أو يفتح له اعتمادا محليا لدى البنك الذي يتعامل معه بقيمة الأصول المباعة.

ويتمُ الاتفاق بين المشروع المشتري وموردي الأصـول على كافة شروط التسهيلات من حيث المدَة، وطريقة سـداد الأقساط، وسعر الفائدة الذي سيتمُ احتسابه، كما يتمُ الاتفـاق فيما بينهم علـى جهـة التقاضـي أو الجهـات التـي يـتمُ فيها التحكيم وشروطه، وذلك في حالة أيـة خلافـات بـين الطرفين.

٣- المؤسسات الدولية:

تقوم المؤسسات الدولية بتقديم القروض متوسطة وطويلة الأجل للمشروعات المختلفة، ومن هذه المؤسسات ما يلي:-

- البنك الدولي.
- هيئة التمويل الدولية.
- القروض الحكومية.

البنك الدولي World Bank:

يقدم البنك قروضه متوسـطة وطويلـة الأجـل لتمويـل المعدات الرأسمالية للمشروعات في الدول المختلفة، ويقـدم البنك هذه القروض إلى المشروعات مباشرة أو مـن خـلال جهاز حكومي، أو للحكومات لتمويل مشـروعات الخـدمات العامة؛ وذلك بعد إجراء العديد من الدراسات للمشـروعات المطلوب تمويلها، ويتحـدَد مبلـغ القـرض علـى أسـاس الاحتياجات التمويلية من النقد الأجنبي، وبشـرط أن يتـولى المقترض تدبير التمويل المحلي المطلوب.

وتتميز هذه القروض بالآتي:-

أ- طول مدّة القرض بالمقارنـة لأي مصـدر تمـويلي خارجي آخر.

ب- احتساب سعر فائدة ثابت طوال مدّة القـرض؛ ممـا يؤدي إلى انخفاض تكلفة الاقتراض.

ت- لا يضع البنك أي قيود على المشـروع المقتـرض لتحديد مصادر شراء المعدات الرأسمالية.

هيئة التمويل الدولية I.F.C:

تقدم هيئة التمويـل الدوليـة International Finance Corporation قروضها لمشروعات القطاع الخاص لتمويل أصولها الثابتة، وتتميز هذه القروض بالآتي:-

١- احتساب سعر فائدة على القروض بمعدّلات ثابتـة، وتختلف من مشروع لآخر.

٢- تمتد آجال هذه القروض لفترات تصل إلى ١٢ سنة بعد فترة سماح لا تقل عن سنتين.

٣- يكون للمقترض الحرية فيما يحصل عليه من تمويل.

٤- أن يكون للهيئة حق تحويل القرض إلـى مسـاهمة في رأس المال.

القروض الحكومية Governmental Loans:

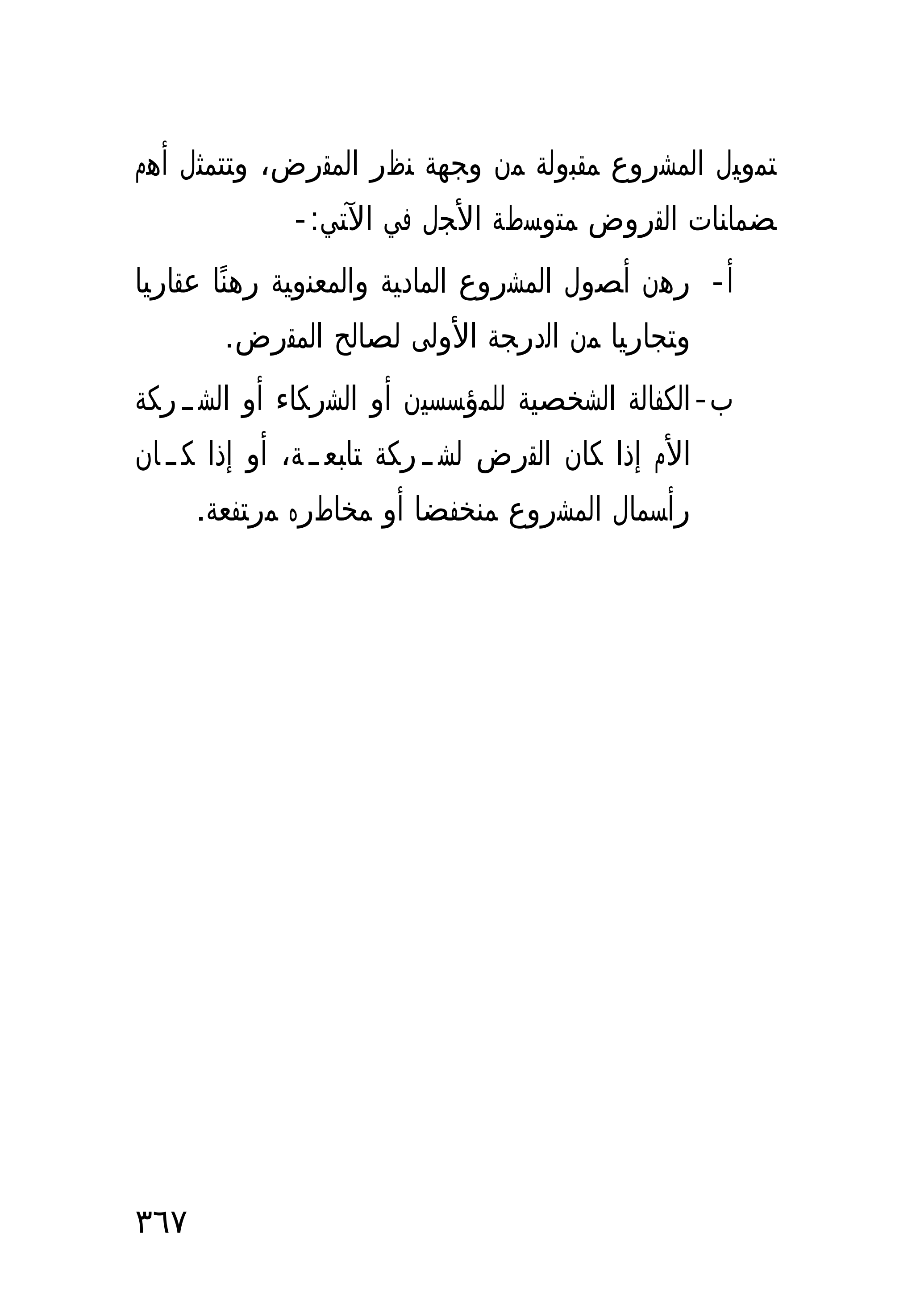
تقدم كثير من حكومات الدول المتقدمة قروضـا لتمويـل المشروعات الصناعية، والزراعـي،ة والتعلـيم، والصـحة وغيرها في الدول النامية.

وتُقدَم هذه القروض لفترات طويلة تصل إلى ٤٠ عامـا، وبأسعار فائدة منخفضة، ويسدّد القرض وفوائده فـي شـكل نقدي بعملة البلد المقرض أو فـي شـكل عينـي، وتُعتبـرُ الولايات المتحدة الأمريكية، واليابان، ودول أوربا الغربيـة من الدول الرائدة في هذا المجال.

ضمانات القروض:

إن الضمان الرئيسي للقروض متوسطة وطويلـة الأجـل يتمثل في نجاح المشروع في تحقيق السيولة النقديـة التـي تمكنه من خدمة ديونه؛ وهنا تبرز أهمية دراسة الجدوى التي يتمُّ إعدادها في ضوء مجموعة من الفروض المنطقية.

أما الضمانات الأخرى التي يتطلع إليها المقرضون فهـي وسيلة لحماية حقوقهم قِبل المشروعات المقترضـة، وتتعـدّد ضمانات القروض متوسطة وطويلة الأجل لتجعـل مخـاطر


تمويل المشروع مقبولة من وجهة نظر المقرض، وتتمثل أهم ضمانات القروض متوسطة الأجل في الآتي:-

أ- رهن أصول المشروع المادية والمعنوية رهنًا عقاريا وتجاريا من الدرجة الأولى لصالح المقرض.

ب- الكفالة الشخصية للمؤسسين أو الشركاء أو الشـركة الأم إذا كان القرض لشـركة تابعـة، أو إذا كـان رأسمال المشروع منخفضا أو مخاطره مرتفعة.

ملخَّص الفصل

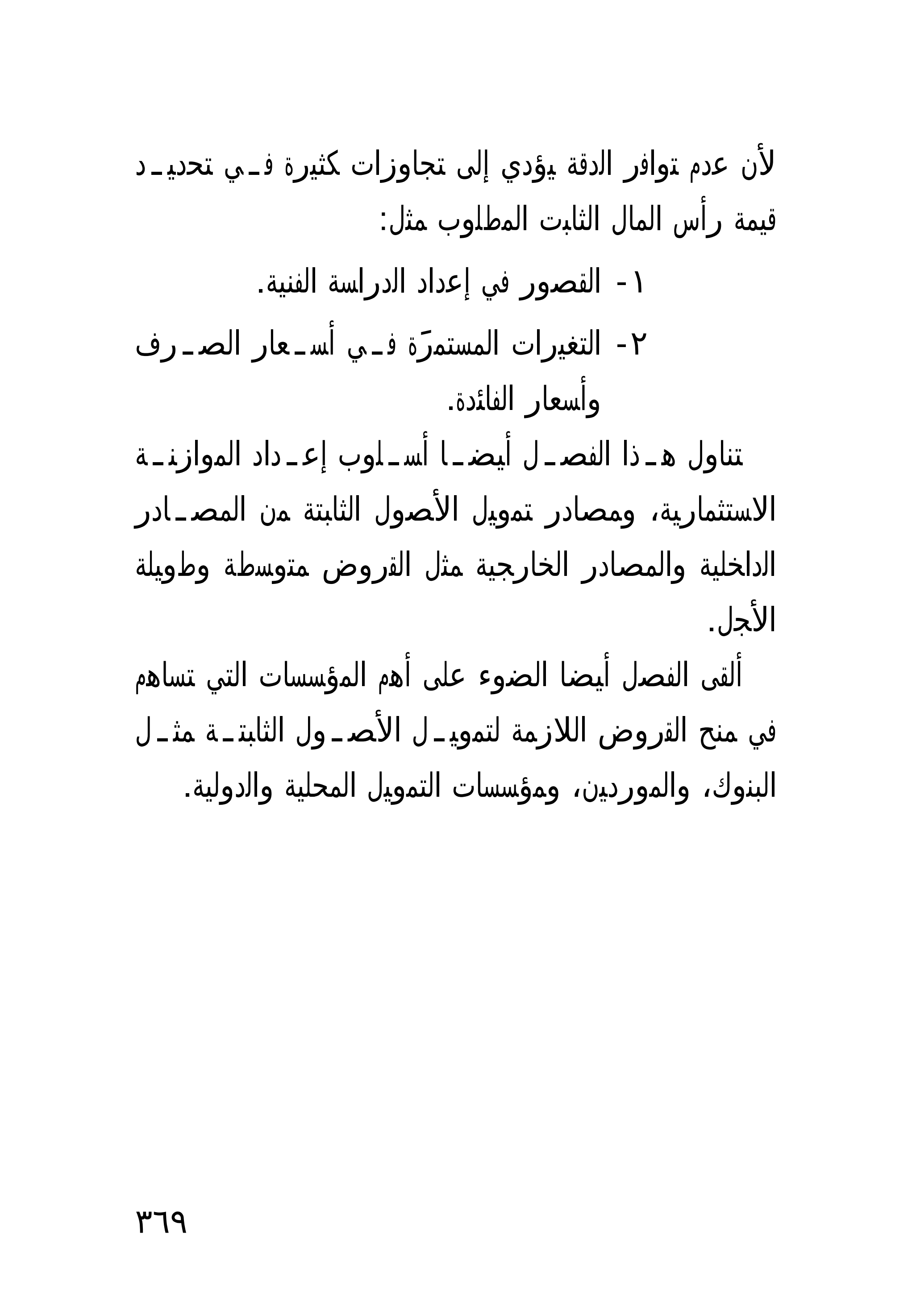
اهتمَ هذا الفصل بإلقاء الضوء على استثمارات المدير المالي في الأصول الثابتة التي تُستغل بشكل دائم في مباشرة النشاط الجاري للمشروع، وفي إنتاج البضاعة، وكذلك في توليد الإيرادات الأساسية للمشروع.

وتُقسم الأصول الثابتة إلى أصول ملموسة مثل الأراضي، والمباني، والآلات، وأصول ثابتة غير ملموسة مثل شهرة المصنع، وحقوق الاختراع، ومصروفات التأسيس.

وهناك أكثر من طريقة لتقدير الأموال اللازمة للاستثمار في الأصول الثابتة اللازمة للمشروع منها الرجوع إلى المشروعات المماثلة، أو استقصاء الموردين للحصول على أحدث الأسعار.

تناول الفصل بالتفصيل كيفية تقدير عناصر الأصول الثابتة لبعض البنود الرئيسية مثل الأراضي، والمباني، والمرافق والخدمات، والآلات والمعدات، ووسائل النقل والانتقالات، والأثاث.

ويجبُ الاهتمام بتقدير المصروفات اللازمة قبل تأسيس المشروعات وخاصة الاستثمارات في الأصول الثابتة؛



لأن عدم توافر الدقة يؤدي إلى تجاوزات كثيرة في تحديد قيمة رأس المال الثابت المطلوب مثل:

١- القصور في إعداد الدراسة الفنية.

٢- التغيرات المستمرّة في أسعار الصرف وأسعار الفائدة.

تناول هذا الفصل أيضا أسلوب إعداد الموازنة الاستثمارية، ومصادر تمويل الأصول الثابتة من المصادر الداخلية والمصادر الخارجية مثل القروض متوسطة وطويلة الأجل.

ألقى الفصل أيضا الضوء على أهم المؤسسات التي تساهم في منح القروض اللازمة لتمويل الأصول الثابتة مثل البنوك، والموردين، ومؤسسات التمويل المحلية والدولية.

الفصل الثامن

هيكل رأس المال

ارتفاع مديونية "شركة ماس" للطيران

تعتمد شركات الطيران المحلية والدولية عند شراء الأصول الثابتة، وخاصة طائرات أسطول النقل الجوي للبضائع والركاب، على القروض طويلة الأجل التي قد تمتدُّ أحيانًا إلى عشر سنوات.

إن ارتفاع نسبة الاعتماد على الديون بين شركات الطيران يرجع إلى توقع الشركات تحقيق إيرادات عالية تستطيع أن تقوم بتغطية أقساط القرض، بالإضافة إلى الفوائد المستحقة على هذه القروض.

وقد قامت "شركة ماس" بشراء عشر طائرات بالإضافة إلى تأجير خمس طائرات للنقل الجوي، واعتمدت على حوالي ٧٠٪ من قيمة تمويل الصفقة على القروض المصرفية والقروض التجارية من الشركات العالمية الموردة لهذه الطائرات منذ حوالي خمس سنوات.

وفي عام ١٩٩٥ واجهت الشركة مشكلة منافسة الخطوط الجوية العالمية، التي اعتمدت على تخفيض أسعار تذاكر الطائرات للرحلات القصيرة؛ الأمر الذي أدّى إلى انخفاض إيرادات "شركة ماس للطيران"، وبالتالي لم تستطع أن تقوم

بسداد قيمة الديون المستحقة والفوائد خلال عام ١٩٩٦؛ مما قد يؤدي إلى زيادة فوائد التأخير، وارتفاع خطر عدم السداد بالنسبة للبنك المقرض.

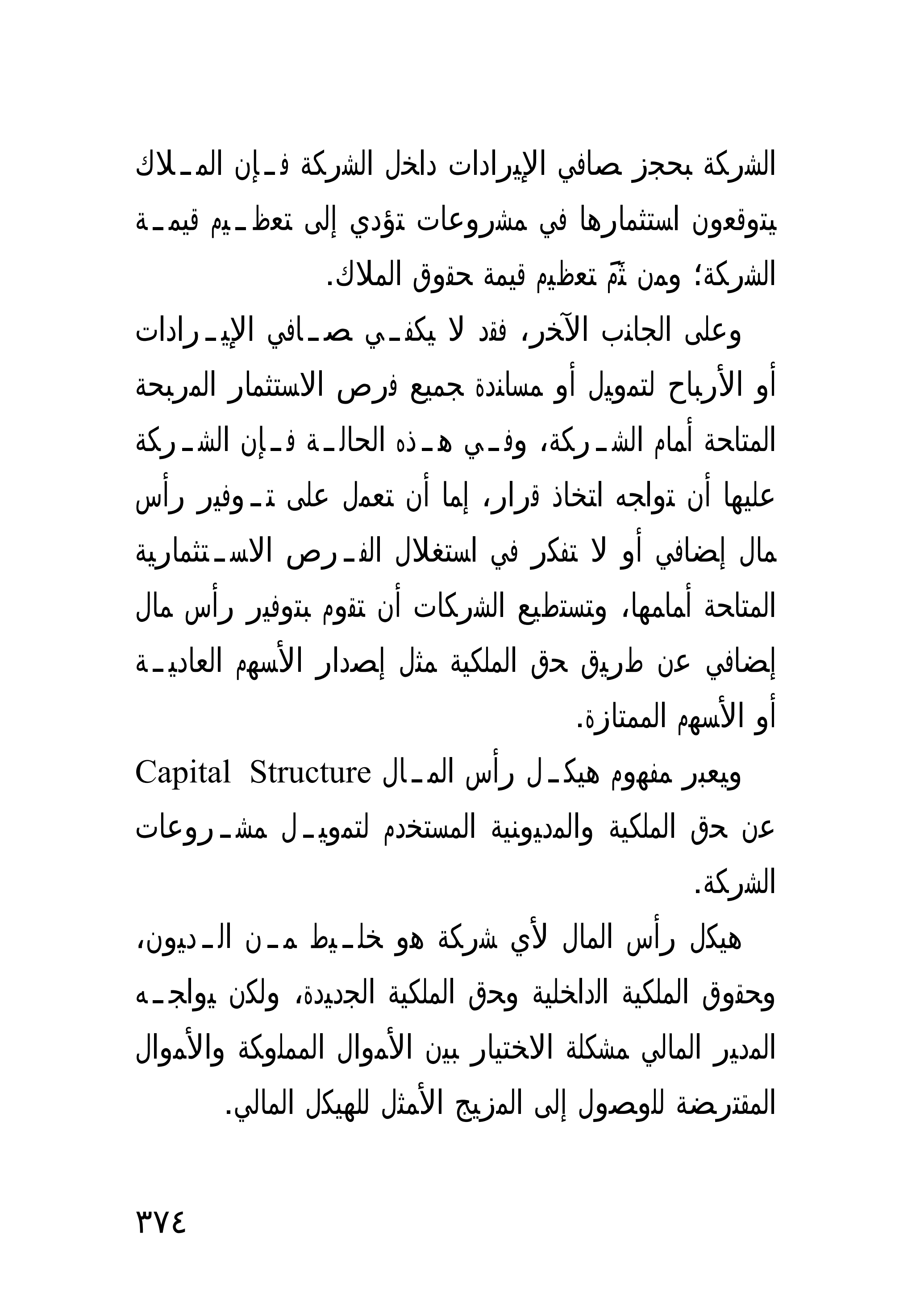
والآن ما هي البدائل المتاحة أمام "شركة ماس للطيـران" لإعادة التوازن المالي للشركة، وتوفير إيـرادات أو سـيولة مالية لمواجهة القروض المصـرفية وقـروض المـوردين. هل ستقوم بإعادة النظر في السياسـة التسـويقية لمواجهـة المنافسين أم ستطالب تأجيل عملية السداد أو يجب أن تعمـل على زيادة مصادر التمويل الداخلية. دعنا نتعرَّف على هيكل تمويل الشركات المساهمة، وأهمية الموازنة بـين مصـادر التمويل الداخلية، ومصادر التمويل الخارجية.

مقدِّمة

تعتمد الشركات ومنظمـات الأعمـال علـى الاسـتثمار الرأسمالي بشراء الأصول الثابتة مثـل الآلات والمعـدات؛ بهدف توفير إيرادات وصافي أرباح تساعد علـى اسـتمرار الشركة وزيادة احتمالات نموهـا فـي المسـتقبل، ويشَـار إلى الأموال التي يتمُّ توفيرها من مصادر التمويـل طويلـة الأجل – سواء عن طريق الديون طويلة الأجل أو عن طريق حق الملكية – برأس المال Capital.

وتعتمـد الشـركات علـى الإيـرادات التـي تحصـلها من عمليات التشغيل كمصدر من مصادر تمويل الاستثمارات طويلة الأجل في الأصول الثابتة.

وبصفة عامة فإن الإيرادات التي تحققها الشركات تخصُّ أساسا الملاك أصحاب الشركة وصـافي هـذه الإيـرادات، إما أن توزَّع عليهم في صورة توزيعات أرباح (سواء نقديـة أو في صورة أسهم مجانية) أو يتمُّ حجزها في صورة أرباح محتجزة Retained Earnings لإعادة اسـتثمارها داخـل الشركة، ويشار إلى استثمارات أصحاب الشركة داخلها بحق الملكية Owner's Equity أو حقـوق المـلاك. إذا قامـت

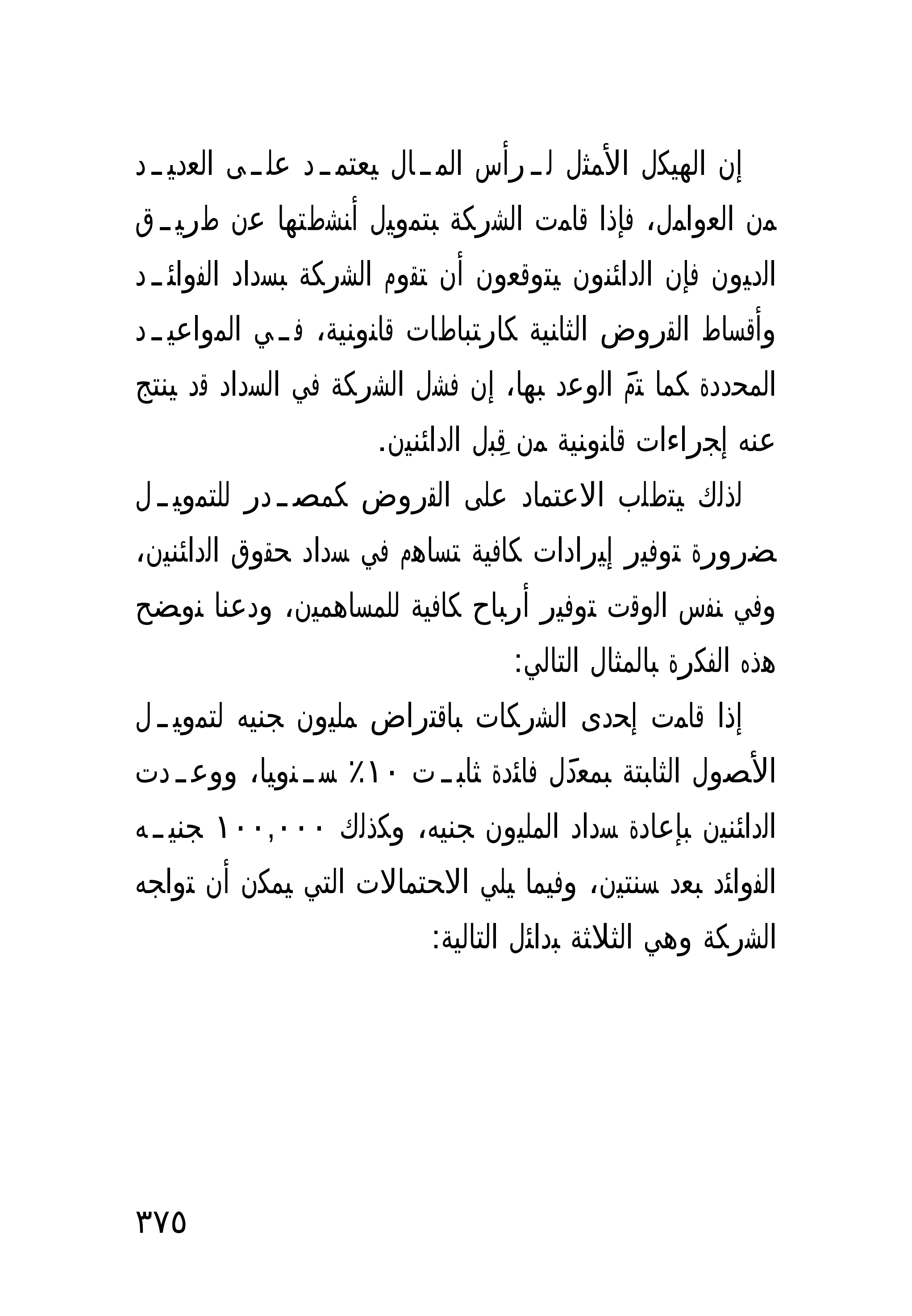


الشركة بحجز صافي الإيرادات داخل الشركة فـإن المـلاك يتوقعون استثمارها في مشروعات تؤدي إلى تعظـيم قيمـة الشركة؛ ومن ثَمّ تعظيم قيمة حقوق الملاك.

وعلى الجانب الآخر، فقد لا يكفـي صـافي الإيـرادات أو الأرباح لتمويل أو مساندة جميع فرص الاستثمار المربحة المتاحة أمام الشـركة، وفـي هـذه الحالـة فـإن الشـركة عليها أن تواجه اتخاذ قرار، إما أن تعمل على تـوفير رأس مال إضافي أو لا تفكر في استغلال الفـرص الاسـتثمارية المتاحة أمامها، وتستطيع الشركات أن تقوم بتوفير رأس مال إضافي عن طريق حق الملكية مثل إصدار الأسهم العاديـة أو الأسهم الممتازة.

ويعبر مفهوم هيكـل رأس المـال Capital Structure عن حق الملكية والمديونية المستخدم لتمويـل مشـروعات الشركة.

هيكل رأس المال لأي شركة هو خلـيط مـن الـديون، وحقوق الملكية الداخلية وحق الملكية الجديدة، ولكن يواجـه المدير المالي مشكلة الاختيار بين الأموال المملوكة والأموال المقترضة للوصول إلى المزيج الأمثل للهيكل المالي.



إن الهيكل الأمثل لرأس المال يعتمد على العديد من العوامل، فإذا قامت الشركة بتمويل أنشطتها عن طريق الديون فإن الدائنون يتوقعون أن تقوم الشركة بسداد الفوائد وأقساط القروض الثانية كارتباطات قانونية، في المواعيد المحددة كما تمَ الوعد بها، إن فشل الشركة في السداد قد ينتج عنه إجراءات قانونية من قِبل الدائنين.

لذلك يتطلب الاعتماد على القروض كمصدر للتمويل ضرورة توفير إيرادات كافية تساهم في سداد حقوق الدائنين، وفي نفس الوقت توفير أرباح كافية للمساهمين، ودعنا نوضح هذه الفكرة بالمثال التالي:

إذا قامت إحدى الشركات باقتراض مليون جنيه لتمويل الأصول الثابتة بمعدَل فائدة ثابت ١٠٪ سنويا، ووعدت الدائنين بإعادة سداد المليون جنيه، وكذلك ١٠٠,٠٠٠ جنيه الفوائد بعد سنتين، وفيما يلي الاحتمالات التي يمكن أن تواجه الشركة وهي الثلاثة بدائل التالية:

البديل الأول:

استثمار مليون جنيه في مشروع يوفر ١,٣٠٠,٠٠٠ جنيه حيث يسدد للدائنين ١,١٠٠,٠٠٠، وتحتفظ الشركة بحـوالي ٢٠٠,٠٠٠ جنيه.

البديل الثاني:

إذا وفر المشروع مبلغ ١,١٠٠,٠٠٠؛ فيجب سداد المبلغ بالكامل للدائنين، ولن يتبقى شيء للشركة.

البديل الثالث:

إذا وفر المشروع مبلغ مليون جنيه فقط فيجب أن تُسـدد الشركة ١,١٠٠,٠٠٠ جنيه للـدائنين عـن طريـق خصـم ١٠٠,٠٠٠ جنيه من الأموال الخاصة بملاك المشروع.

ولهذا إذا استثمرت الشركة المبلغ وحصلت علـى عائـد أعلى من ١٠٠,٠٠٠ جنيه (تكلفـة رأس المـال) الخاصـة بالمليون جنيه، فإنها تستطيع الاحتفاظ بكل الأرباح.

ولكن إذا حصلت الشركة على عائد يسـاوي ١٠٠,٠٠٠ جنيه أو أقل، فما زال هناك فرصة لأن يحصـل الـدائنون على مبلغ ١٠٠,٠٠٠ جنيه.

الشرح السابق يعبر عن الفكرة الأساسـية وراء الرافعـة المالية Financial leverage وهي عبارة عـن اسـتخدام أسلوب التمويل الذي يضمن سداد محدود وثابت.

إن الفشل في سداد الفوائد وأقساط القرض حسب مواعيـد في التعاقد يؤدي إلى ضغوط مالية؛ وهي الحالة التي تُضطر فيها الشركة إلى اتخاذ قرارات تحت ضغط بهـدف الوفـاء بالالتزامات القانونية للدائنين، وبالطبع فإن هـذه القـرارات قد لا تمثل الصالح الأفضل لأصحاب الشركة.

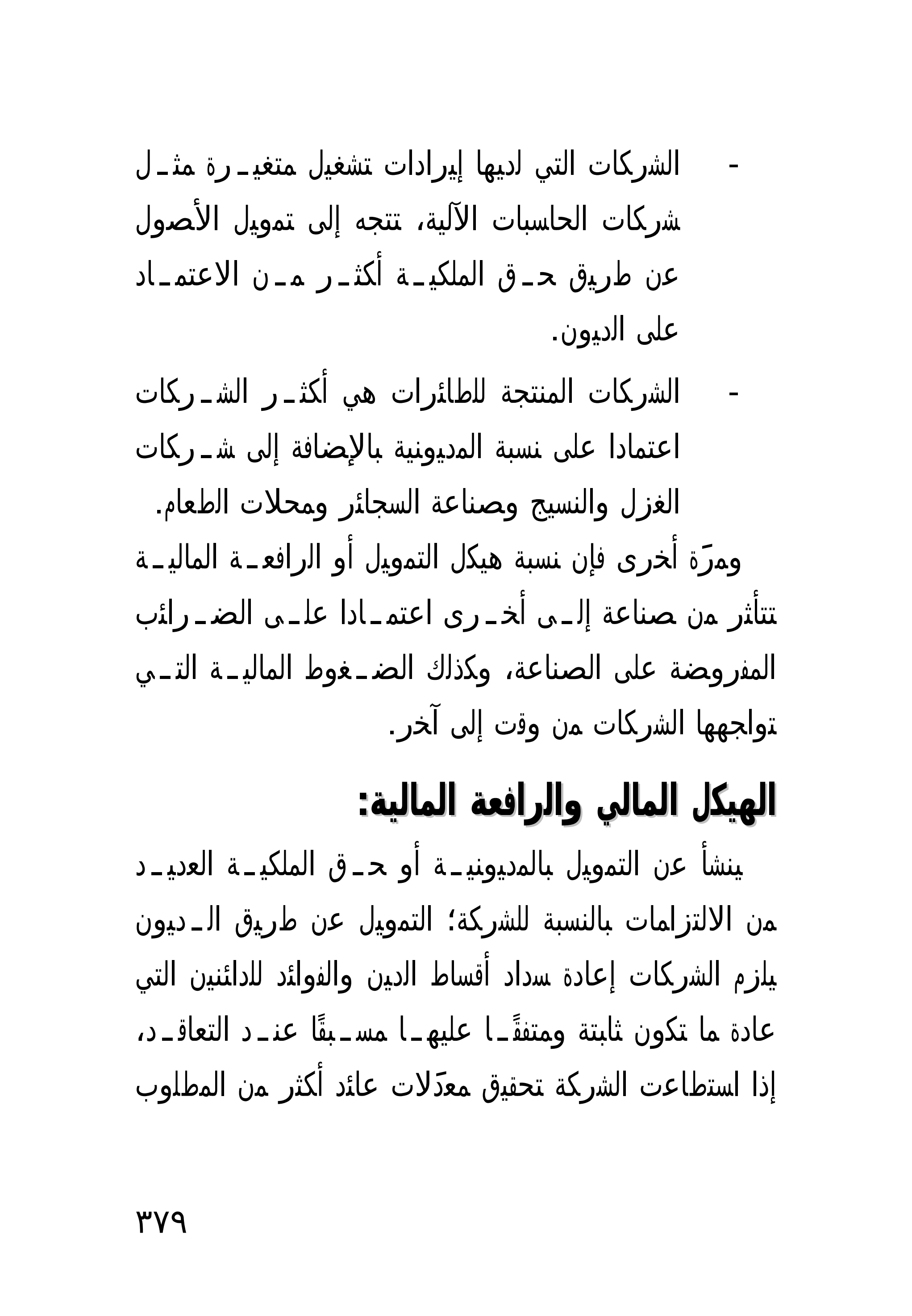
وعلى الجانب الآخر، فإن التمويل عن طريق حق الملكية لا يمثل أي ارتباط أو عبء قانوني على الشركة، وبـالرغم من أن بعض الشركات تختار عملية توزيع جزء من الأرباح لحملة الأسهم في صورة توزيعات نقدية Cash Dividends فلا يوجد أي التزام أو ارتباط قانوني لأن تقوم بذلك، أضف إلى ذلك، فإن الفوائـد المدفوعـة علـى الـديون تُخصـمُ من الإيرادات الخاضعة للضريبة، بينما التوزيعـات النقديـة لا تُخصمُ من الإيرادات الخاضعة للضرائب.

ومن المقـاييس الهامـة التـي تقـيس مـدى الاعتمـاد على الديون في تمويل الشـركة نسـبة الـديون؛ وتُحسـبُ عن طريق قسمة الديون إلى حق الملكية.

$$\text{نسبة المديونية} = \frac{\text{الديون طويلة الأجل}}{\text{حق الملكية}} \times ١٠٠$$

وهناك اتجاه عام لتفضيل الشركات (في بعض القطاعات الصناعية) الاعتماد على المديونيـة أكثـر مـن الشـركات الأخرى وقد توصل الباحثون إلى مجموعة من النتائج أهمها:

- الشركات التي تهتمُّ كثيرا وتعتمـد علـى البحـوث والتطوير بالنسبة للمنتجات الجديـدة والتكنولوجيـا مثل الشركات الهندسية والكيميائية تتجه إلى تخفيض نسبة الديون إلى الأصول عـن الشـركات التـي لا تركز على الأبحاث والتطـوير مثـل محـلات ومخازن البقالة والسوبر ماركت.
- الشركات التي تحتاج نسبيا إلى استثمارات ضـخمة في الأصول الثابتة، مثل الحديـد والصـلب تهـتمُّ بتخفيض نسب المديونية.

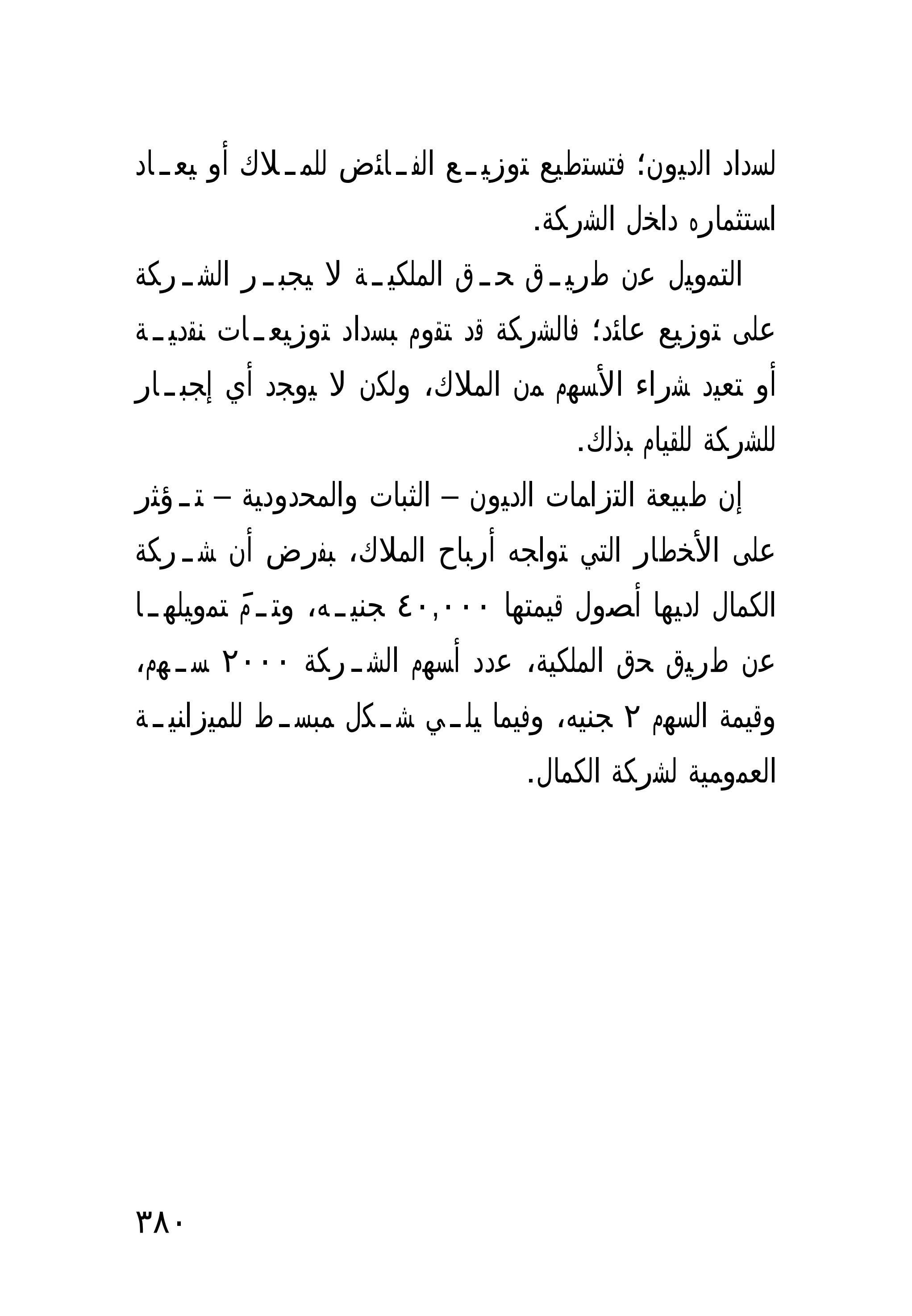


- الشركات التي لديها إيرادات تشغيل متغيـرة مثـل شركات الحاسبات الآلية، تتجه إلى تمويل الأصول عن طريق حـق الملكيـة أكثـر مـن الاعتمـاد على الديون.
- الشركات المنتجة للطائرات هي أكثـر الشـركات اعتمادا على نسبة المديونية بالإضافة إلى شـركات الغزل والنسيج وصناعة السجائر ومحلات الطعام.

ومرَّة أخرى فإن نسبة هيكل التمويل أو الرافعـة الماليـة تتأثر من صناعة إلـى أخـرى اعتمـادا علـى الضـرائب المفروضة على الصناعة، وكذلك الضـغوط الماليـة التـي تواجهها الشركات من وقت إلى آخر.

الهيكل المالي والرافعة المالية:

ينشأ عن التمويل بالمديونيـة أو حـق الملكيـة العديـد من الالتزامات بالنسبة للشركة؛ التمويل عن طريق الـديون يلزم الشركات إعادة سداد أقساط الدين والفوائد للدائنين التي عادة ما تكون ثابتة ومتفقًـا عليهـا مسـبقًا عنـد التعاقـد، إذا استطاعت الشركة تحقيق معدَّلات عائد أكثر من المطلوب



لسداد الديون؛ فتستطيع توزيـع الفـائض للمـلاك أو يعـاد استثماره داخل الشركة.

التمويل عن طريـق حـق الملكيـة لا يجبـر الشـركة على توزيع عائد؛ فالشركة قد تقوم بسداد توزيعـات نقديـة أو تعيد شراء الأسهم من الملاك، ولكن لا يوجد أي إجبـار للشركة للقيام بذلك.

إن طبيعة التزامات الديون – الثبات والمحدودية – تـؤثر على الأخطار التي تواجه أرباح الملاك، بفرض أن شـركة الكمال لديها أصول قيمتها ٤٠,٠٠٠ جنيـه، وتـمَ تمويلهـا عن طريق حق الملكية، عدد أسهم الشـركة ٢٠٠٠ سـهم، وقيمة السهم ٢ جنيه، وفيما يلـي شـكل مبسـط للميزانيـة العمومية لشركة الكمال.

شركة الكمال
الميزانية العمومية

الأصول	الخصوم
٤٠,٠٠٠ الأصول	الالتزامات صفر
	رأس المال ٢٠٠٠ سهم، ٤٠,٠٠٠ جنيه

وبفرض أن شركة الكمال أمامها فرص استثمارية جيدة تحتاج إلى مبلغ ٢٠٠٠٠ جنيه كرأس مال جديد، وبفرض أن الشركة تستطيع أن ترفع رأس المال الجديد عن طريق ثلاثة بدائل:

البديل الأول:

إصدار ٢٠٠٠٠ جنيه كحق ملكية (١٠٠٠ سهم قيمة السهم ٢٠ جنيها)

البديل الثاني:

إصدار ١٠٠٠٠ جنيه كحق ملكية (٥٠٠ سهم كحق ملكية قيمة السهم ٢٠ جنيها، واقتراض ١٠,٠٠٠ جنيه بمعدّل فائدة سنويا ١٠٪).

البديل الثالث:

اقتراض ٢٠٠٠٠ جنيه بمعدّل فائدة ثابت سنويا ١٠٪

ويبين الجدول التالي رقـم (١/٨) الميزانيـة العموميـة الخاصة بكل بديل من البدائل المتاحة للتمويل، وكذلك النتائج الخاصة بكل حالة؛ حيث يلاحظُ أن إجمالي الأصول تساوي ٦٠,٠٠٠ جنيه. إن الفرق الوحيد بين الثلاثة بدائل للتمويـل هو أسلوب تمويل هذه الأصول.

البديل الأول: حق الملكية.

البديل الثاني: ديون، حق الملكية $\frac{1}{6}$ ديون، $\frac{5}{6}$ حق الملكية

البديل الثالث: الديون، حق الملكية. $\frac{1}{3}$ الـديون، $\frac{2}{3}$ حـق الملكية.

وفيما يلي نسبة المديونية، ونسبة الديون إلـى الأصـول في كل حالة من الحالات الثلاث:

بديل التمويل	نسبة الديون إلى حق الملكية	نسبة الديون إلى الأصول
١	$\frac{\text{صفر}}{60000}$ × ١٠٠ = صفر ٪	$\frac{\text{صفر}}{60000}$ × ١٠٠ = صفر٪
٢	$\frac{10000}{60000}$ × ١٠٠ = ٢٠٪	$\frac{10000}{60000}$ × ١٠٠ = ١٦,٧٪

٣	$\frac{20000}{40000}$ × ١٠٠ = ٥٠٪	$\frac{20000}{60000}$ × ١٠٠ = ٣٣,٣٪

جدول رقم (١/٨)

الميزانية العمومية لشركة الكمال المتوقعة

في ضوء بدائل التمويل الثلاث

البديل الأول: (١): ٢٠,٠٠٠ جنيه حق ملكية، (صفر) ديون

٦٠,٠٠٠	الأصول	الخصوم	صفر
		حـــــق الملكيـــــة (٣٠٠٠سهم)	٦٠,٠٠٠

البديل الثاني: (٢): ١٠,٠٠٠ جنيه حق ملكية، (١٠,٠٠٠) ديون

٦٠,٠٠٠	الأصول	الخصوم	١٠,٠٠٠
		حـــــق الملكيـــــة (٢٥٠٠ سهم)	٥٠,٠٠٠

البديل ثالث: (٣): صفر حق الملكية، (٢٠,٠٠٠) ديون

٦٠,٠٠٠	الأصول	الخصوم	٢٠,٠٠٠
		حـــــق الملكيـــــة (٢٠٠٠ سهم)	٤٠,٠٠٠

كيف يمكن أن نفسر النسبة السابقة؟

إذا نظرنا للبديل الثاني والخاص بنسبة مديونية قدرها ٢٠٪ فإنه يوضح أن الشركة تقوم بتمويل الأصول باستخدام ٢ جنيه ديون أمام كل ١٠ جنيهات من حق الملكية، إن نسبة الديون إلى الأصول تشرح لنا أن ١٦,٧٪ من الأصول يتمُ تمويلها عن طريق الديون، وللتبسيط فإن كل جنيه من الأصول يتمُ تمويله عن طريق استخدام ١٧ قرشًا من الديون.

إن معدَل العائد على الأصول هو عبارة عن صافي الأرباح قبل الفوائد والضرائب إلى إجمالي الأصول.

معدَل العائد على الأصول =	الأرباح قبل الفوائد والضرائب	× ١٠٠
	إجمالي الأصول	

وبفرض أن أرباح التشغيل ٩٠٠٠ جنيه؛ أي إن معدَل العائد على الأصول يساوي ١٥٪ (٩٠٠٠/ ٦٠,٠٠٠× ١٠٠). وبفرض عدم تطبيق أي ضرائب على الإيرادات. فما هي نسبة العائد على السهم (EPS) في ضوء كل بديل.

بنود	البديل الأول	البديل الثاني	البديل الثالث
	٢٠,٠٠٠ ملكية	١٠,٠٠٠ ملكية ١٠,٠٠٠ ديون	٢٠,٠٠٠ ديون

أرباح التشغيل	٩٠٠٠	٩٠٠٠	٩٠٠٠
طرح فوائد القروض	صفر	١٠٠٠	٢٠٠٠
صافي الأرباح	٩٠٠٠	٨٠٠٠	٧٠٠٠
مقسوما على عدد الأسهم	٣٠٠٠	٢٥٠٠	٢٠٠٠
ربحية السهم EPS	٣ جنيهات	٣,٢ جنيهات	٣,٥ جنيهات

وبفرض أن معدّل العائد على الأصول ١٠٪ بدلاً من ١٥٪ ففي هذه الحالة:

بنود	**البديل الأول ٢٠,٠٠٠ ملكية**	**البديل الثاني ١٠,٠٠٠ ملكية ١٠,٠٠٠ ديون**	**البديل الثالث ٢٠,٠٠٠ ديون**
أرباح التشغيل	٦٠٠٠	٦٠٠٠	٦٠٠٠
طرح فوائد القروض	صفر	١٠٠٠	٢٠٠٠
صافي الأرباح	٦٠٠٠	٥٠٠٠	٤٠٠٠
مقسوما على عدد الأسهم	٣٠٠٠	٢٥٠٠	٢٠٠٠

ربحية السـهم EPS	٣ جنيهات	٢ جنيهان	٢ جنيهان

وإذا فرضنا أن معدَل العائد على الأصول ٥٪ فإن صافي الدخل في حالة كل بديل يكون على النحو التالي:

بنود	البديل الأول ٢٠,٠٠٠ ملكية	البديل الثاني ١٠,٠٠٠ ملكية ١٠,٠٠٠ ديون	البديل الثالث ٢٠,٠٠٠ ديون
أرباح التشغيل	٣٠٠٠	٣٠٠٠	٣٠٠٠
طـرح فوائـد القروض	صفر	١٠٠٠	٢٠٠٠
صافي الأرباح	٣٠٠٠	٢٠٠٠	١٠٠٠
مقسوما علـى عدد الأسهم	٣٠٠٠	٢٥٠٠	٢٠٠٠
ربحية السـهم EPS	١ جنيه	٨٠ قرشًا	٥٠ قرشًا

إذا كان معدَل العائد على الأصـول ١٥٪، فـإن البـديل الثالث يحقق أعلى معدَل عائد للسهم، ولكن إذا كـان معـدَل العائد يساوي ٥٪، فإن البديل الثالث يحقق أقل معدَل للسهم.

ومن الصعب أن نـتكهن مسـتقبلاً بالأربـاح المتوقعـة في الفترات التالية.

ولكن ما يمكن أن نقوم به هو التنبؤ بالأربـاح المتوقعـة في ضوء الظروف والأحوال الاقتصادية ثم نحكم، أو نقـدر احتمالات تحقق هذه الأحوال الاقتصادية.

وبمقارنة النتائج الخاصة بكل بديل من بدائل التمويل فإنه يمكن الحصول على بعض المعلومات عن تـأثير اسـتخدام أسلوب تمويل رأس المال عن طريق الديون، وكلمـا زادت قيمة حجم الديون المستخدمة في تمويل رأس المال أو هيكل التمويل، كلما زاد احتمال الانخفاض في ربحية السهم.

وفيما يلي ملخص لربحية السهم Earnings Per Share (EPS) في ضوء كل بديل للتمويـل والمنـاخ الاقتصـادي المتوقع:

بدائل التمويل	ربحية السهم في ضوء الأحوال الاقتصادية المختلفة		
	نمو بطئ (معدّل عائد = ٥٪	نمو عادي (١٠٪)	انتعاش اقتصادي (١٥٪)
١- ٢٠,٠٠٠ حق الملكية	١,٠٠ جنيه	١,٠٠ جنيه	٣,٠٠ جنيهات
٢- ١٠,٠٠٠ ملكية ١٠,٠٠٠ ديون	٠,٨٠ قرشًا	٢,٠٠ جنيهان	٣,٢ جنيهات

٣- ٢٠,٠٠٠ ديون	٠,٥٠ جنيه	٢,٠٠ جنيهان	٣,٥ جنيهات

عند استخدام بديل التمويل عن طريق الديون (بديل رقم ٣) بدلاً من حق الملكية، فلن يشارك أصحاب المشروع في الأرباح، كل ما يجب عمله هو سداد قيمة الفوائد المستحقة على الديون للدائنين، ولكن عند استخدام التمويل عن طريق الملكية بدلاً من الديون (البديل الأول)، فإن أصحاب المشروع يجب أن يشاركوا الملاك الجدد في الزيادة في الأرباح، وينتج عن هذا تقليل معدَل العائد على حق الملكية للملاك الأصليين، وأيضا تقليل ربحية السهم.

العلاقة بين الرافعة المالية والخطر:

يستطيع ملاك الشركة أن يجنوا معظم الأرباح من خلال الرافعة المالية عند قيام الشركة بتحقيق معدَلات أداء مرتفعة، وقد يحدث أيضا أن تنخفض إيرادات وأرباح الشركة بمعدَلات بطيئة بالشكل الذي لا يمكن الشركة من سداد فوائد الديون؛ فالديون يجب سدادها بصرف النظر عن انخفاض

الأرباح، وهنا تواجه الشركة مشكلة تدبير الأموال اللازمـة لسداد قيمة الفوائد عندما لا تحقق الشركة الإيرادات الكافية.

يمكن تدبير هذه الأموال من المصادر التالية:

أ- بتخفيض حجم الاستثمارات في الأصول بأي طريقة مثل: اسـتخدام رأس المـال المطلـوب للتشـغيل، أو عن طريق بيـع بعـض المبـاني والأراضـي والمعدات.

ب- بزيادة الاعتماد على الديون.

ت- عن طريق إصدار أسهم جديدة.

وبصرف النظر عن الأسلوب الذي ستختاره الشركة، فإن العبء تقريبا سيلقَى تماما على الملاك.

تحديد حجم تأثير الرافعة المالية:

يمكننا أن نقوم بتحديـد حجـم تـأثير الرافعـة الماليـة عن طريق احتمالات تحقق نتائج كل بديل.

في المثال السابق ناقشنا البدائل الثلاث في ضـوء عـدد ٣ احتمالات لمعدّل العائد على الأصول (٥٪، ١٠٪، ١٥٪) ولكننا هذه المرّة سنقوم بتخمين أو تقـدير (بأسـلوب مـا)

احتمالات حدوث كل معدَل عائد علـى الأصـول. ودعنـا نفترض أن الاحتمالات المرتبطة بكل معدَل كانت كالتالي:

الظروف الاقتصادية	معدَل العائد على الأصول	الاحتمال
أحوال نمو بطيئة	٥٪	٥٠٪
أحوال نمو عادية	١٠٪	٦٠٪
إنعاش اقتصادي	١٥٪	٢٠٪

ويمكن حساب الخطـر المـرتبط بكـل بـديل؛ وذلـك عن طريـق حسـاب الانحـراف المعيـاري Standard deviation للعائد المتوقع للسهم (EPS). وبالطبع كلما زاد الانحراف المعياري، كلما زادت درجة عدم التأكد المرتبطـة بالبديل، وفيما يلي ملخص لحساب ربحيـة السـهم (EPS)، والانحراف المعياري للبدائل الثلاث المتاحـة لتمويـل رأس المال والتي ناقشناها على صفحات هذا الفصل.

أولاً: حساب معدل العائد المتوقع لكل بديل:

يتمُ حساب معدَل العائـد المتوقـع لكـل بـديل؛ وذلـك عن طريق مجموع الأوزان المرجحـة لاحتمـالات العائـد

على السهم مضروبة في احتمال تحقق كل عائد، وباستخدام المعادلة التالية:

$$\text{ت (EPS) العائد المتوقع للسهم} = \sum_{أ=1}^{ن} ح_{I} \times س_{I}$$

حيث ت (EPS) = العائد المتوقع على السهم

ن = عدد النتائج المتوقع حدوثها لمعدَّل العائد

ح = العائد على السهم.

س = الاحتمال المرتبط بالعائد المتوقع على السهم

وفي ضوء نتائج البدائل الثلاث السابقة تستطيع أن تحسب ت (EPS) لكل بديل.

البديل الأول ت (EPS)

= ١ × ٠,٢٠ + ٢ × ٠,٦٠ + ٣ × ٠,٢٠ = ٢ جنيهان

البديل الثاني ت (EPS)

= ٠,٨٠ × ٠,٢٠ + ٢ × ٠,٦٠ + ٣,٢ × ٠,٢٠ = ٢جنيهان

البديل الثالث ت (EPS)

= ٠,٥٠ × ٠,٢٠ + ٢ × ٠,٦٠ + ٣,٥ × ٠,٢٠ = ٢ جنيه

ثانيا: حساب الانحراف المعياري لربحية السهم σ (EPS):

يمكن حساب الانحراف المعياري لربحية السهم باستخدام المعادلة التالية:

$$\sigma\,(EPS) = \sqrt{\sum_{أ=١}^{ن} ح_أ\,[س_أ - ت\,(EPS)]^{٢}}$$

حساب الانحراف المعياري لربحية السهم للبدائل الثلاث:

البديل الأولσ(EPS)=

$$\sqrt{٠,٢٠\,[\,-٢]^{٢} + ٠,٦٠\,[٢-٢]^{٢} + ٠,٢٠\,[٣-٢]^{٢}}$$

$$= \sqrt{٠,٢٠ \times (-١)^{٢} + ٠,٦٠ \times صفر + ٠,٢٠ \times ١}$$

$$= \sqrt{٠,٢٠ + ٠,٢٠} = \sqrt{٠,٤} = ٠,٦٣٢٥$$

البديل الثاني σ (EPS)

= √ ٠,٢٠ [٠,٨٠ - ٢]٢ + ٠,٦٠ [٢–٢]٢ + ٠,٢٠ [٣,٢-٢]٢

= √ ٠,٢٠ × ١,٤٤ + ٠,٦٠ × صفر + ٠,٢٠ × ١,٤٤

= √ ٠,٢٨٨ + صفر + ٠,٢٨٨ = √ ٠,٥٧٦ = ٠,٧٥٨٩

البديل الثالث σ (EPS)

= √ ٠,٢٠ [٠,٥٠ - ٢]٢ + ٠,٦٠ [٢–٢]٢ + ٠,٢٠ [٣,٥-٢]٢

= ٠,٢٠ × ٢,٢٥ + ٠,٦٠ × صفر + ٠,٢٠ × ٢,٢٥

= √ ٠,٤٥ + صفر + ٠,٤٥ = √ ٠,٩ = ٠,٩٤٨٧

ويساعد الانحراف المعياري في تـوفير مقيـاس لقيـاس الانتشار أو مقدار الابتعاد عن النتائج المتوقعة، وكلمـا زاد الانحراف المعياري، كلما زاد مقدار الابتعـاد عـن القـيم المتوقعة؛ وبالتالي كلما زادت المخاطر المتوقعة.

ويبين الجدول التالي نتائج حساب معدّل العائد على السهم المتوقع، وكذلك الانحراف المعياري لكل بديل.

بديل التمويل	ربحية السهم المتوقعة (EPS)	الانحراف المعياري لربحية السهم (EPS)
١- ٢٠,٠٠٠ حـــق الملكية	٢ جنيهان	٠,٦٣٢٥ جنيه
٢- ١٠,٠٠٠ حـــق الملكية، ١٠,٠٠٠ ديون	٢ جنيهان	٠,٧٥٨٩
٣- ٢٠,٠٠٠ ديون	٢ جنيهان	٠,٩٤٨٧

ويبدو واضحا من الجدول أن الثلاثة بدائل لها نفس معدّل العائد على السهم المتوقع (٢ جنيه) ولكن هنـاك اخـتلاف جوهري في الانحراف المعياري؛ حيث يلاحظُ أن التمويـل عن طريق الديون فقط -البديل (٣)- قد حقق أعلى انحراف معياري مشيرا إلى ارتفاع درجة الخطر بالنسبة لمعدّل العائد على السهم.

النتيجة السابقة تدعم النظرية التي تؤكد على أن الرافعـة المالية بالرغم من أنها تزيد العائد للملاك ولكنها فـي نفـس الوقت تزيد من درجة الخطر المرتبطة بالعائد.

العلاقة بين هيكل رأس المال والضرائب:

إن قيمة الشركة – أي قيمة أصول الشـركة – تسـاوي مجموع قيمة الخصوم وحق الملكية، والسؤال الذي يطـرح نفسه حاليا، هل الأسلوب الذي يستخدَم في تمويـل أصـول الشركة يؤثر على قيمة الشركة؛ ومن ثَمّ يؤثر على حقـوق أصحاب الشركة؟ الإجابة أن هذا يعتمد على بعض العوامل.

إن الهيكل الأساسي لتحليل هيكـل رأس المـال وتـأثير الضرائب عليه تمَ تطويره بواسطة العـالمين مودجلينـاي، وميلر. Modigliani and Miller (MM).

قام العالمان بوضع بعض الشروط إذا توافرت فلا يوجـد تأثير لهيكل التمويل على قيمة الشركة.

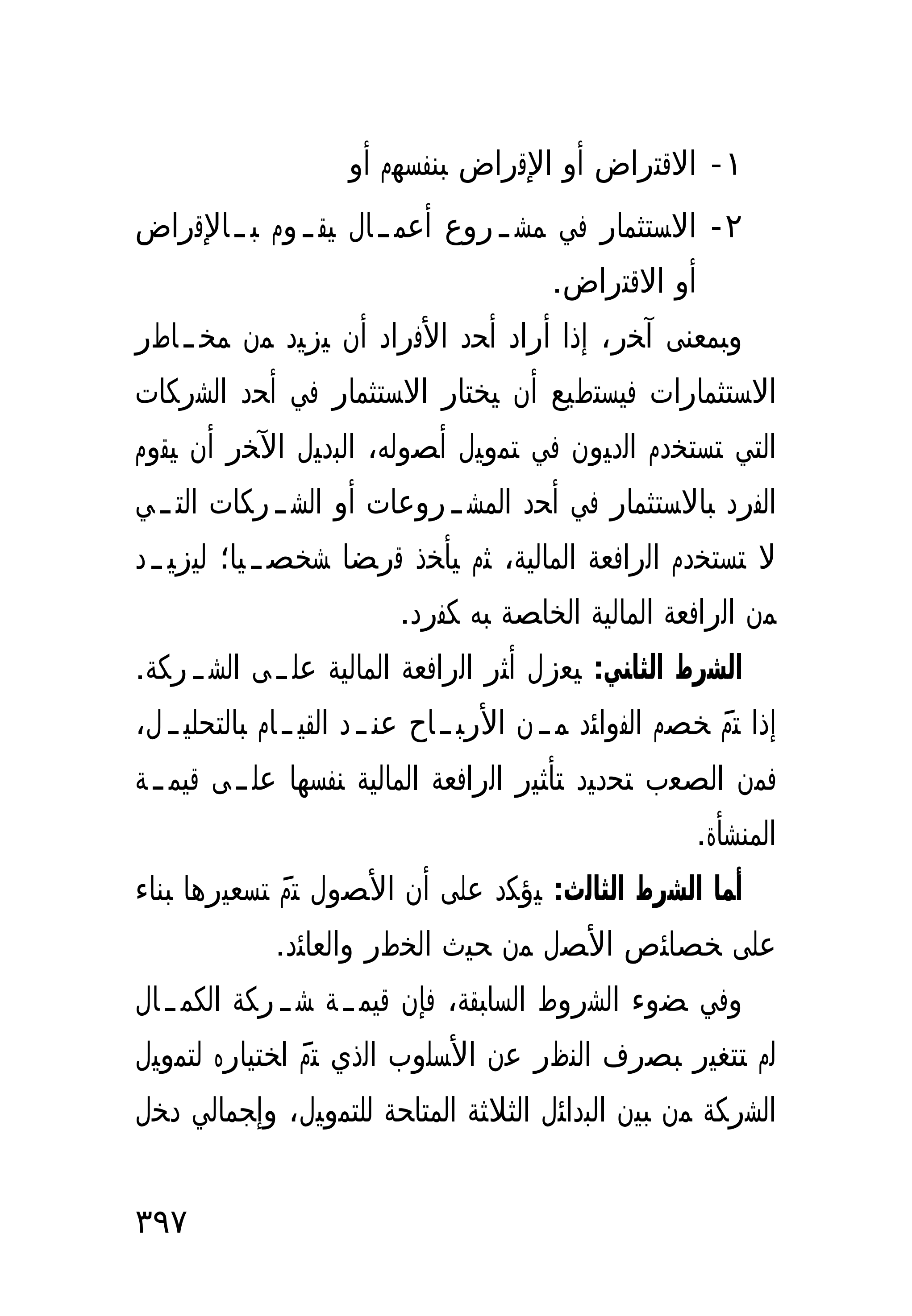
شروط نظرية مودجليناي، وميلار:

١- يستطيع الأفراد والشركات الاقتـراض والإقـراض بنفس الشروط "شـرط تسـاوي الحصـول علـى الأموال".

٢- لا يصاحب التمويل عن طريق الـديون أي مزايـا ضـريبية Tax advantage بالنسـبة للتمويـل عن طريق حق الملكية.

٣- أنه يتمُ التعامل مع حق الملكية والديون فـي سـوق يتمُ فيها تبادل وتعويض الأصول عند نفس الأسعار. ويطلَقُ على هذا الشرط السوق الكاملـة أو التامـة أو الكفؤة Perfect Market، وعندما يـتمُ تبـادل الأصول في السوق الكفؤة، فإن قيمة الأصول التـي لها نفس نوعية الخطر والعائد يتمُ تبادلها عند نفـس الأسعار.

وفي ضوء الشرط الأول، يسـتطيع الأفـراد الاقتـراض والإقراض بنفس الشـروط مثـل الوحـدات الاقتصـادية؛ ولهذا، إذا بحث الأفراد على مستوى خطر معـين فيمكـنهم ما يلي إما:



١- الاقتراض أو الإقراض بنفسهم أو

٢- الاستثمار في مشـروع أعمـال يقـوم بـالإقراض أو الاقتراض.

وبمعنى آخر، إذا أراد أحد الأفراد أن يزيد من مخـاطر الاستثمارات فيستطيع أن يختار الاستثمار في أحد الشركات التي تستخدم الديون في تمويل أصوله، البديل الآخر أن يقوم الفرد بالاستثمار في أحد المشـروعات أو الشـركات التـي لا تستخدم الرافعة المالية، ثم يأخذ قرضا شخصـيا؛ ليزيـد من الرافعة المالية الخاصة به كفرد.

الشرط الثاني: يعزل أثر الرافعة المالية علـى الشـركة. إذا تمَ خصم الفوائد مـن الأربـاح عنـد القيـام بالتحليـل، فمن الصعب تحديد تأثير الرافعة المالية نفسها علـى قيمـة المنشأة.

أما الشرط الثالث: يؤكد على أن الأصول تمَ تسعيرها بناء على خصائص الأصل من حيث الخطر والعائد.

وفي ضوء الشروط السابقة، فإن قيمـة شـركة الكمـال لم تتغير بصرف النظر عن الأسلوب الذي تمَ اختياره لتمويل الشركة من بين البدائل الثلاثة المتاحة للتمويل، وإجمالي دخل

الملاك والدائنين لن يتغير؛ على سبيل المثال إذا كان معـدَل العائد على الأصول المتوقع ١٥٪، فـإن إجمـالي الأربـاح للملاك والدائنين هو ٩٠٠٠ جنيه تحت كل بـديل بالشـكل التالي:

نوع بديل التمويل	دخل أرباح الملاك	دخل الدائنين (الفوائد)	إجمالي أرباح الملاك والدائنين
١- حـق الملكيـة ٢٠٠٠٠	٩٠٠٠٠	صفر	٩٠٠٠
٢- حـق الملكيـة ١٠٠٠٠ والديون ١٠٠٠٠	٨٠٠٠	١٠٠٠	٩٠٠٠
٣- الديون ٢٠٠٠٠	٧٠٠٠	٢٠٠٠	٩٠٠٠

$$\text{قيمة الشركة} = \frac{\text{الأرباح المتوقعة خلال الفترة}}{\text{معدَل الخصم}}$$

$$(\text{ق ش}) = \frac{\text{م س ن}}{\text{ر}}$$

ويطلَقُ على معـدَل الخصـم Discount Rate معـدَل الرسـملة Capitalization Rate، الـذي هـو عبـارة عن معدَل الخصم الذي يقوم بترجمـة الأربـاح المسـتقبلية إلى القيمة الحالية، ويعكس معدَل الرسملة عدم التأكد المرتبط بالأرباح المستقبلية المتوقعة، وكلما زاد مستوى عدم التأكـد المرتبط بالأرباح المستقبلية، فإن قيمة هذه الأرباح المستقبلية الحالية تكون منخفضة، وكلما زاد معدَل الرسملة.

ولكن عدم التأكد المـرتبط بربحيـة الأصـول لا يتـأثر بالأسلوب الذي يتمُ به تمويل الأصول، إن أسـلوب تمويـل الأصول يؤثر على من يأخذ ماذا، ودعنا نوضح ذلك بالمثال التالي:

بفرض أن سعر الخصم المناسب أو الملائـم للإيـرادات أو الأرباح المستقبلية لشركة الكمال هو ١٥٪.

قيمة شركة الكمال = $\frac{9000}{0.15}$ = ٦٠,٠٠٠ جنيه

وحيـث لا يوجـد دائنـون للمشـاركة فـي الأربـاح - كما في حالة التمويل الكامل عن طريـق حـق الملكيـة (البديل الأول)- فإن قيمة حق الملكية لشركة الكمـال، هـي عبارة عن صافي القيمة الحالية للتدفقات من الأرباح مقدارها

٩٠٠٠ جنيه لكل فترة مخصومة عند سعر خصم قدره ١٥٪ أو تساوي ٦٠,٠٠٠، ولكننا سنجد أن قيمة شـركة الكمـال في حالة التمويل عن طريق الديون (البديل (٢) والبديل (٣)) من الصعب إلى حد ما تحديدها.

في حالة البديل رقم (٢) والبديل رقم (٣)، فإن وجهة نظر ملاك شركة الكمال بالنسبة للتدفقات من الربحية فإنها أكثـر خطورة عن حالة التمويل بدون ديون؛ ولـذلك فـإن سـعر الخصم يجب أن يكون أعلى، حتى يعكس الديون المستخدمة.

ولقد أثبت مودجلينای، وميلـر Modigliani & Miller أن معدَل الخصم للأرباح بالنسبة لحق الملكية أعلـى عنـد استخدام التمويل عن طريق الديون (عنه في حالـة التمويـل عن طريق حق الملكية فقط) وأثبتا أيضـا أنـه كلمـا زادت الديون كلما زاد معدل الخصم، وبصفة خاصة أثبتا أن معدَل الخصم على أرباح الملاك يساوي معدَل سعر الخصم للشركة التي لا تستخدم الرافعة المالية بالإضافة إلى نسبة التعـويض عن تحمل الخطر المناسب لقيمة الـديون فـي هيكـل رأس المال.

وتساوي قيمة التعويض عن تحمل الخطر، قسط الخطـر المرجح بالاستخدام النسبي للديون في هيكـل رأس المـال، ويمكن تعريف قسط الخطر بأنه الفرق بين سـعر الخصـم لصـافي إيـرادات أصـحاب الشـركة وسـعر الخصـم على الإيرادات للدائنين (الفوائد المدفوعة)، والتي يفتـرَض أنها غير خطرة Risk – Free، ومن المعروف أن الشـركة يجب أن تقوم بسداد سعر الفائدة للـدائنين بصـرف النظـر عن مستوى الإنجاز الجيد أو الضـعيف بالنسـبة للشـركة، وفي هذه الحالة يفترض نموذج مودجليناي، وملير أن الديون تُعتبرُ بدون خطر بالنسبة للدائنين، وأنه كلمـا زاد اسـتخدام الديون كلما زاد قسط الخطر.

ولنفترض أن معدَّل سعر الخصم للأرباح الخطرة للملاك يساوي (ر م) في حالة التمويل الكامل للشركة باستخدام حق الملكية، ونفترض أن معدَّل سعر الخصم لإيـرادات الـديون غير الخطرة (الفوائد) (رد).

في هذه الحالة فإن – قسط الخطر يساوي (ر م – ر د)، ومعدَّل سعر الخصم لإيرادات وأرباح ملاك الشركة يساوي.

معدّل سعر الخصم لأرباح الملاك = رم (رم – رد) ×	الديون
	حق الملكية

وفي حالة شركة الكمال، فإن معدّل سعر الخصـم لحـق الملكية لبدائل التمويل المتاحة يتمُّ حسابه؛ وذلك عن طريـق تسوية معدّل سعر الخصـم للتـدفقات ر م = ١٥٪، وذلـك للخطر المرتبط بالرافعة المالية. فإذا كانـت سـعر الفائـدة على الديون (رد) ١٠٪:

في حالة البديل الأول: (١) ٢٠,٠٠٠ تمويل عن طريق حق الملكية

معدّل سعر الخصم = ٠,١٥ + (٠,١٥ – ٠,١٠) ×	صفر جنيه
	٦٠,٠٠٠جنيه

= ٠,١٥ +(٠,٥) × صفر

= ٠,١٥ أو ١٥٪

في حالة البديل الثاني: (٢) ١٠,٠٠٠ تمويل عن طريق حق الملكية

١٠,٠٠٠ تمويل عن طريق الديون

معدّل سعر الخصم = ٠,١٥ + (٠,١٥ – ٠,١٠) × $\frac{\text{١٠,٠٠٠ جنيه}}{\text{٥٠,٠٠٠ جنيه}}$

= ٠,١٥ + ٠,٠٥ × $\frac{1}{5}$

= ٠,١٥ + ٠,١٠ = ٠,١٦ أو ١٦٪

في حالة البديل الثالث: (٣) ٢٠,٠٠٠ تمويل عن طريق الديون

معدّل سعر الخصم = ٠,١٥ + (٠,١٥ – ٠,١٠) × $\frac{\text{٢٠,٠٠٠ جنيه}}{\text{٤٠,٠٠٠ جنيه}}$

= ٠,١٥ + ٠,٠٥ × $\frac{1}{2}$

= ٠,١٥ + ٠,٢٥ = ٠,١٧٥ أو ١٧,٥٪

ويمكن تقدير قيمة حق الملكية لشركة الكمال في حالة كل بديل عن طريق حساب قيمة تدفقات الأرباح المستمرة للملاك وذلك باستخدام معدّل رسملة مناسب.

(١) البديل الأول قيمة حق الملكية= $\frac{9000}{0.15}$ = ٦٠,٠٠٠ جنيه

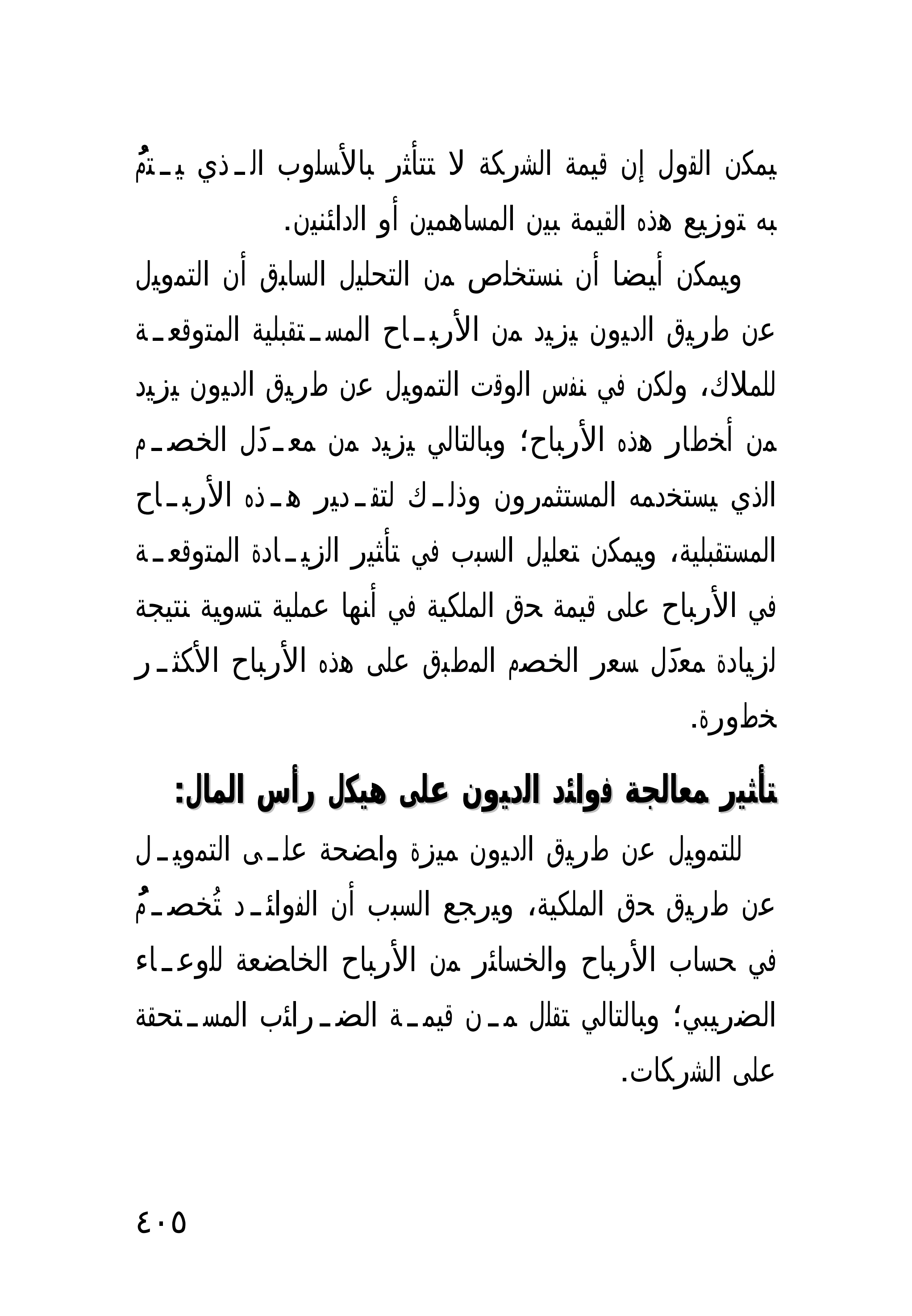
(٢) البديل الثاني قيمة حق الملكية= $\frac{8000}{0.16}$ =٥٠,٠٠٠ جنيه

(٣) البديل الثالث قيمة حق الملكية= $\frac{7000}{0.175}$ =٤٠,٠٠٠جنيه

ملخص لنتائج التحليل السابق:

بدائل التمويل	معدّل سعر خصم حق الملكية	قيمة الديون (بالجنيه)	قيمة حق الملكية	إجمالي القيمة
١	١٥,٠٪	صفر	٦٠,٠٠٠	٦٠,٠٠٠
٢	١٦,٠٪	١٠,٠٠٠	٥٠,٠٠٠	٦٠,٠٠٠
٣	١٧,٥٪	٢٠,٠٠٠	٢٠,٠٠٠	٢٠,٠٠٠

ولقد أوضح مودجلياني، وميلر أن قيمة الشـركة تعتمـد على إيرادات الشركة، وليس على الأسلوب الذي يتمُّ به تقسيم أرباح الشركة بين الدائنين وبين المساهمين؛ وبعبارة أخـرى



يمكن القول إن قيمة الشركة لا تتأثر بالأسلوب الذي يتمُ به توزيع هذه القيمة بين المساهمين أو الدائنين.

ويمكن أيضا أن نستخلص من التحليل السابق أن التمويل عن طريق الديون يزيد من الأرباح المستقبلية المتوقعة للملاك، ولكن في نفس الوقت التمويل عن طريق الديون يزيد من أخطار هذه الأرباح؛ وبالتالي يزيد من معدَّل الخصم الذي يستخدمه المستثمرون وذلك لتقدير هذه الأرباح المستقبلية، ويمكن تعليل السبب في تأثير الزيادة المتوقعة في الأرباح على قيمة حق الملكية في أنها عملية تسوية نتيجة لزيادة معدَّل سعر الخصم المطبق على هذه الأرباح الأكثر خطورة.

تأثير معالجة فوائد الديون على هيكل رأس المال:

للتمويل عن طريق الديون ميزة واضحة على التمويل عن طريق حق الملكية، ويرجع السبب أن الفوائد تُخصمُ في حساب الأرباح والخسائر من الأرباح الخاضعة للوعاء الضريبي؛ وبالتالي تقلل من قيمة الضرائب المستحقة على الشركات.

إن عملية استقطاع الفوائد من الأرباح الخاضعة للوعـاء الضريبي يمثل نوعا من الدعم الحكـومي لتمويـل أنشـطة الأعمال، وبالسماح للفوائد أن تُستقطَع من الـدخل الخاضـع للضريبة؛ بذلك تشارك الحكومة الشركة في تحمـل تكلفـة الديون، وحتى نستطيع أن نوضح هـذا الـدعم الضـريبي من قِبل الدولة، دعنا نقارن بين الشركة (أ) والتـي لا تلجـأ للديون بينما الشركة (ب) تستخدم الرافعة المالية، وبفـرض أن الشركتين قد حققتا أرباحا قبل الفوائد والضرائب مقدارها ٥٠٠٠ جنيه، والشركة (أ) تُموَّل عن طريق حـق الملكيـة بالكامل بينما الشركة (ب) تُموَّل عن طريق الـديون بمبلـغ ١٠,٠٠٠ جنيه بمعدَّل سعر فائدة ١٠٪، وبفرض أن معـدَّل الخصم الضريبي (ضريبة الأربـاح التجاريـة والصـناعية للشركتين ٣٠٪) وبالتالي يمكن حسـاب صـافي الأربـاح والضرائب المستحقة على الملاك بالشكل التالي:

بنود المقارنة	الشركة (أ) بدون ديون	الشركة (ب) ١٠٠٠٠ ديون
الأرباح الخاضـعة للضـرائب قبـل الضرائب والفوائد	٥٠٠٠	٥٠٠٠
تُطرح الفوائد المدفوعـة لأصـحاب الديون (١٠٪)	صفر	١٠٠٠
الأرباح الخاضـعة للضـرائب قبـل الضرائب	٥٠٠٠	٤٠٠٠
يطرح ضـريبة الأربـاح التجاريـة والصناعية ٣٠٪	١٥٠٠	١٢٠٠
صافي الأرباح للملاك	٣٥٠٠	٢٨٠٠

وهكذا يتضح أن الشركة (ب) قد قامت بتمويل نشـاطها عن طريق الديون، ودفعـت فوائـد قـدرها ١٠٠٠ جنيـه؛ وبالتالي خفضت من الأعباء الضريبية بمقـدار ٣٠٠ جنيـه وهو الفرق بين الضرائب المدفوعة بواسـطة الشـركة (أ) ١٥٠٠ جنيه، والفوائد المدفوعة بواسطة الشركة (ب) ١٢٠٠

جنيه، وبالنسبة للشركة (ب) فقد حصل الدائنون على مبلغ ١٠٠٠ جنيه من الأرباح، وحصلت الدولة على مبلغ ٢٨٠٠ جنيه، ويمثل المبلغ ٣٠٠ جنيه الأموال التي لم تُسددها الشركة (ب) حيث سمِحَ لها باستقطاع مبلغ ١٠٠٠ جنيه كفوائد على الديون، هذا النوع من الاستقطاعات في المصروف الضريبي يعتبرُ نوعا من أنواع الدعم.

ودعنا نفترض وجود شركة ثالثة (ج) تستخدم نسبة عالية في التمويل عن طريق الديون، ولديها نفس الأرباح التشغيلية، ونفس المعدَل الضريبي للشركة (أ) والشركة (ب) ولكنها تستخدم ديونًا قيمتها ٢٠٠٠٠ جنيه بمعدَل سعر فائدة ١٠٪، وفيما يلي الفوائد والضرائب المدفوعة وصافي الأرباح للثلاث شركات.

بنود المقارنة	الشركة (أ) بدون ديون	الشركة (ب) ١٠,٠٠٠ ديون	الشركة (ج) ٢٠,٠٠٠ ديون
الأرباح الخاضعة للضرائب قبل الفوائد والضرائب	٥٠٠٠	٥٠٠٠	٥٠٠٠

يطرَح الفوائد المدفوعة	صفر	١٠٠٠	٢٠٠٠
الأرباح الخاضعة للضرائب قبل الضرائب	٥٠٠٠	٤٠٠٠	٣٠٠٠
يطرَح ضـريبة الأربـاح التجارية والصناعية	١٥٠٠	١٢٠٠	٩٠٠
صافي أرباح الملاك	٣٥٠٠	٢٨٠٠	٢١٠٠

وبمقارنة الشركة (ج) بالشركة (أ) يظهر أن دخل الدائنين (الفوائد المدفوعة) عبارة عن ٢٠٠٠ جنيـه (١٠٠٠ جنيـه أعلى من الشركة ب)، والضرائب ٩٠٠ جنيه (٣٠٠ جنيـه أقل من الشركة ب) التي تبلـغ ضـرائبها ١٢٠٠ جنيـه- وصافي أرباح المـلاك ٢١٠٠ جنيـه (٧٠٠ جنيـه أقـل من صافي أرباح الملاك للشـركة (ب) الـذي يبلـغ ٢٨٠٠ جنيه)، وإذا قرَرت الشركة (ب) زيادة التمويل عن طريـق الديون من ١٠,٠٠٠ جنيه إلى ٢٠,٠٠٠ جنيه، مثل الشركة (ج)، فـإن صـافي أربـاح ممـولي رأس المـال (الدائنون والملاك) سوف يزيد بمقدار ٣٠٠ جنيه من ٣٨٠٠ جنيه إلى ٤١٠٠ جنيه بالشكل التالي.

	الشركة (ب)	الشركة (ج)
أرباح الدائنين	١٠٠٠	٢٠٠٠
أرباح الملاك	٢٨٠٠	٢١٠٠
الإجمالي	٤١٠٠	٣٨٠٠

ويبين الجدول التالي توزيع الأرباح للشـركات الـثلاث (أ،ب، ج) بين الملاك والدائنين والدولة في صورة ضرائب.

جدول رقم (٢/٨)

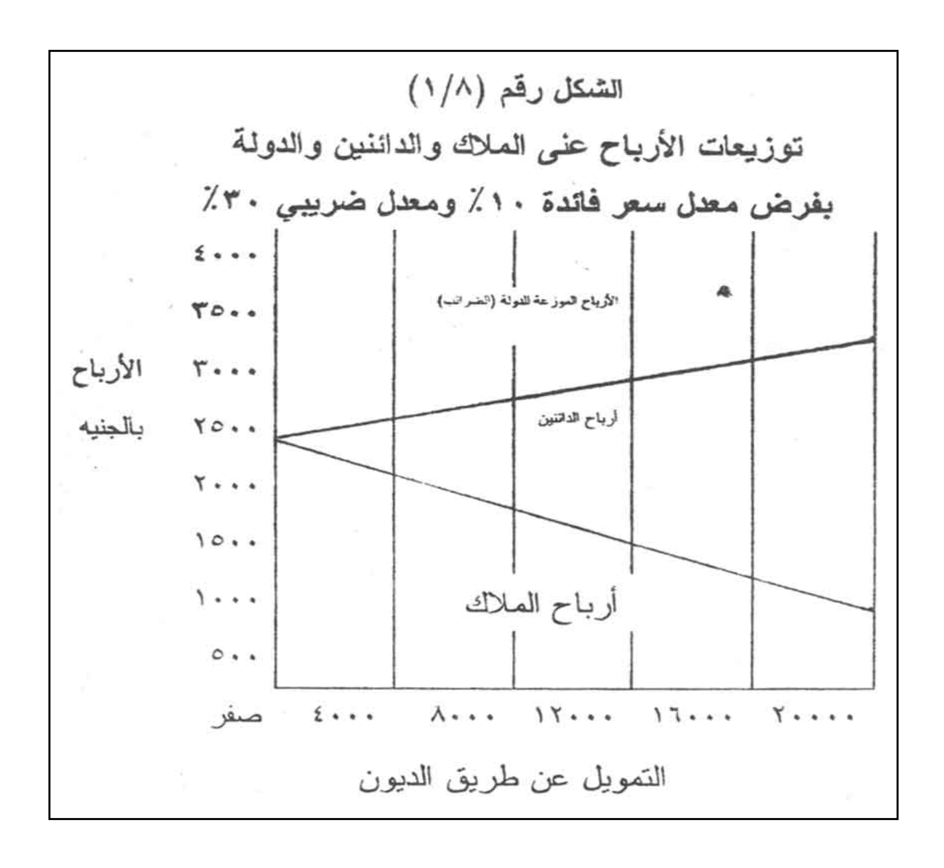
نسب توزيع الأرباح بين الملاك والدائنين والحكومة

توزيعات الأرباح	(أ)	(ب)	(ج)
الملاك	٧٠٪	٥٦٪	٤٢٪
الدائنين	صفر	٢٠٪	٤٠٪
الدولة (ضرائب)	٣٠٪	٢٤٪	١٥٪
الإجمالي	١٠٠٪	١٠٠٪	١٠٠٪

بالنسبة للشركة (أ) فحوالي ٧٠٪ مـن الأربـاح تُـوزَع على الملاك، و٣٠٪ للدولة في صورة ضـرائب مدفوعـة. بالنسبة للشركة (ج) فحـوالي ٤٢٪ مـن الأربـاح تُـوزَع

على الملاك، وحوالي ١٨٪ في صـورة ضـرائب للدولـة، والباقي ٤٠٪ تُوزَع للدائنين في صورة فوائد مدفوعة.

وإذا قمنا بالتوسع في تطبيق المثال السابق عند مستويات مختلفة من التمويل عن طريق الديون، يظهـر لنـا نمـوذج معين، ويبين الشكل التالي (١/٨) ملخصا لتوزيع الأرباح بين المساهمين والدائنين وكذلك الدولة بالنسبة لحصة الضرائب) لمستويات مختلفة من التمويل باسـتخدام الـديون، إن دعـم الدولة بالنسبة للتمويل عن طريق الديون يزيد بزيادة مستوى الرافعة المالية أو بزيادة الاعتماد على التموين عن طريـق الديون؛ فبزيادة الاعتماد على التمويل عن طريـق الـديون، تزيد حصة الدائنين فـي الأربـاح، وتقـل حصـة الدولـة من الضرائب، وكذلك حصة الملاك.



العوامل الهامة التي تؤثر على اختيار المـدير المالي لهيكل رأس المال:

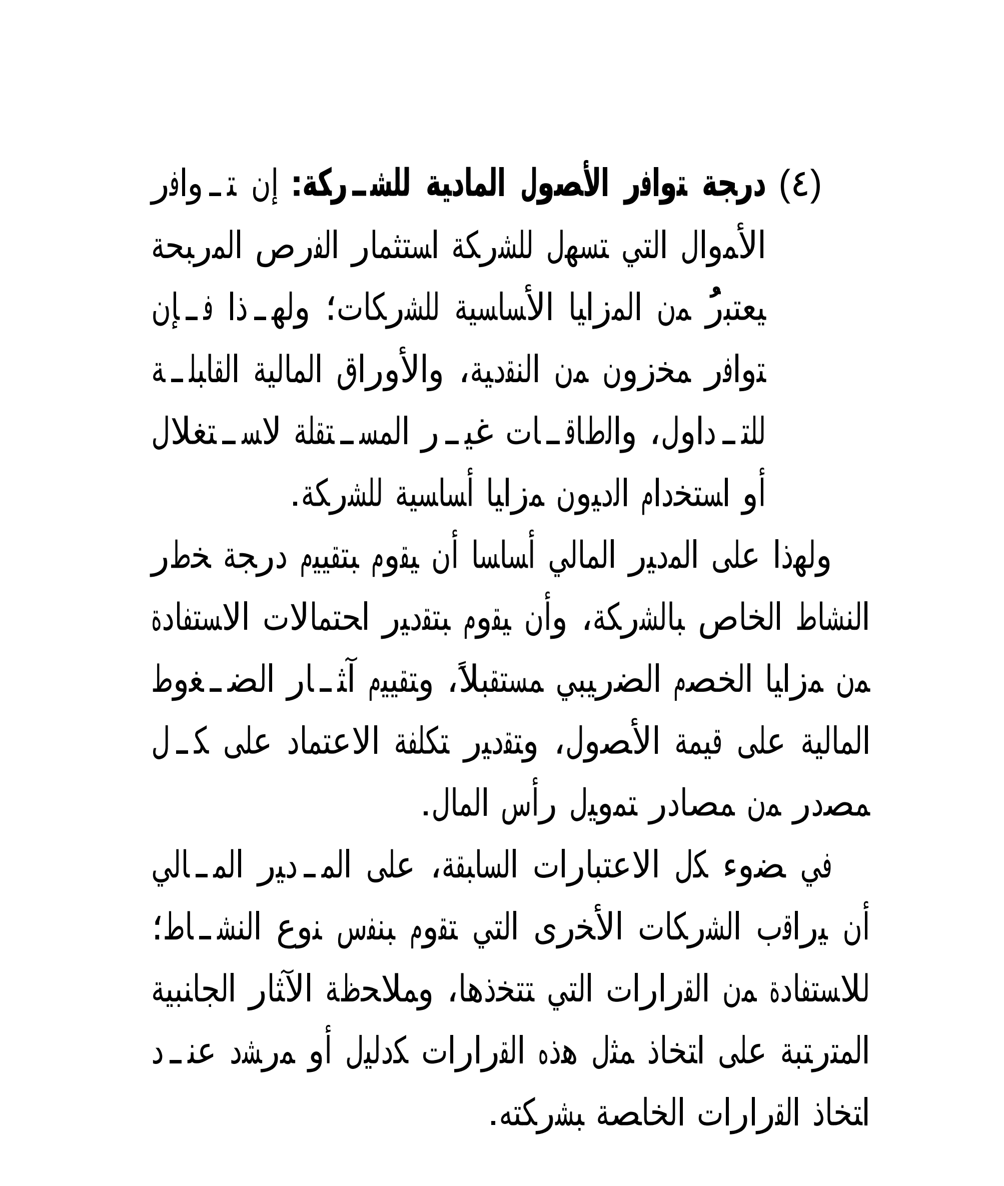
من التحليل السابق للعوامل التي تؤثر على هيكل التمويل الأمثل نستطيع أن نستنتج أن هناك العديد من العوامل يجـب

أن تؤخذ في الاعتبار عند اتخاذ القرارات الخاصة بهيكل التمويل أهمها:

(١) **الضرائب:** أن نظام استقطاع الفوائد من الأرباح الخاضعة للضرائب يجعل التمويل عن طريق الديون شيئًا جذابا، وعلى كل فإن الاستفادة من التمويل عن طريق الديون تقل إذا لم تستطع الشركة الاستفادة من الحماية الضريبية.

(٢) **الخطر:** حيث إن تكلفة الضغوط المالية عالية جدا على المنشأة، فإن احتمالات الضغط المالي تعتمد على درجة الخطر للنشاط، بالإضافة إلى الأخطار الخاصة بالرافعة المالية، كلما زاد خطر النشاط والخطر المالي، تعرَض المشروع لخطر الإعسار؛ ولذلك فإن كثيرا من الشركات تقلل من الاعتماد على الديون؛ وذلك لتقليل المخاطر التي تواجهها.

(٣) **نوع الأصل:** إن تكلفة الخطر المالي تزيد بالنسبة للشركات التي تعتمد قيمتها على الأصول غير المادية أو على فرص النمو المتاحة.



(٤) **درجة توافر الأصول المادية للشركة:** إن توافر الأموال التي تسهل للشركة استثمار الفرص المربحة يعتبرُ من المزايا الأساسية للشركات؛ ولهذا فإن توافر مخزون من النقدية، والأوراق المالية القابلة للتداول، والطاقات غير المستقلة لاستغلال أو استخدام الديون مزايا أساسية للشركة.

ولهذا على المدير المالي أساسا أن يقوم بتقييم درجة خطر النشاط الخاص بالشركة، وأن يقوم بتقدير احتمالات الاستفادة من مزايا الخصم الضريبي مستقبلاً، وتقييم آثار الضغوط المالية على قيمة الأصول، وتقدير تكلفة الاعتماد على كل مصدر من مصادر تمويل رأس المال.

في ضوء كل الاعتبارات السابقة، على المدير المالي أن يراقب الشركات الأخرى التي تقوم بنفس نوع النشاط؛ للاستفادة من القرارات التي تتخذها، وملاحظة الآثار الجانبية المترتبة على اتخاذ مثل هذه القرارات كدليل أو مرشد عند اتخاذ القرارات الخاصة بشركته.

ملخَّص الفصل

تناول هذا الفصل بالتحليل أهم المفاهيم المرتبطة بهيكـل رأس المال للشركات، ومصادر تمويل رأس المال المختلفـة المتاحة أمام المدير المالي، وقد تـمَ التعـرُف علـى أهـم المعلومات التالية:

١- يقصدُ بالرافعة المالية عمليـة اسـتخدام مصـادر التمويل ذات التكلفة الثابتة؛ ويؤدي استخدام الرافعة المالية إلى زيادة الإيرادات المتوقعة ودرجة الخطر التي تواجه ملاك الشركة.

٢- أن النظام الضريبي بالدولة قد يوفر حـافزا لقيـام الشركات بالاعتماد على الديون كمصدر من مصادر التمويل حيث إن الفوائد المدفوعـة علـى الـديون كمصدر من مصادر التمويل تُخصمُ مـن صـافي الأرباح قبل حساب العبء الضريبي على الشركات؛ وبالتالي حماية الأربـاح مـن الضـرائب، ولكـن يصاحب ذلـك احتمـال زيـادة التكـاليف الثابتـة وغير الثابتة للضـغوط الماليـة؛ ممـا لا يشـجع

الشركات على الاعتمـاد علـى مسـتويات عاليـة من الديون.

٣- من الصعب تحديـد هيكـل رأس المـال الأمثـل أو الأفضل للشركة، ولكن نستطيع أن نحدد قائمـة من العوامل التي يجب أن تؤخذ في الاعتبار عنـد اختيار أو اتخاذ القرارات الخاصة بهيكل التمويـل مثل: مصدر، ومدى توافر الأصول الماليـة التـي تسهل عملية الاستفادة من فرص الاستثمار المربحة المتاحة أمام الشركة.

الفصل التاسع

التخطيط طويل الأجل والتنبؤ المالي

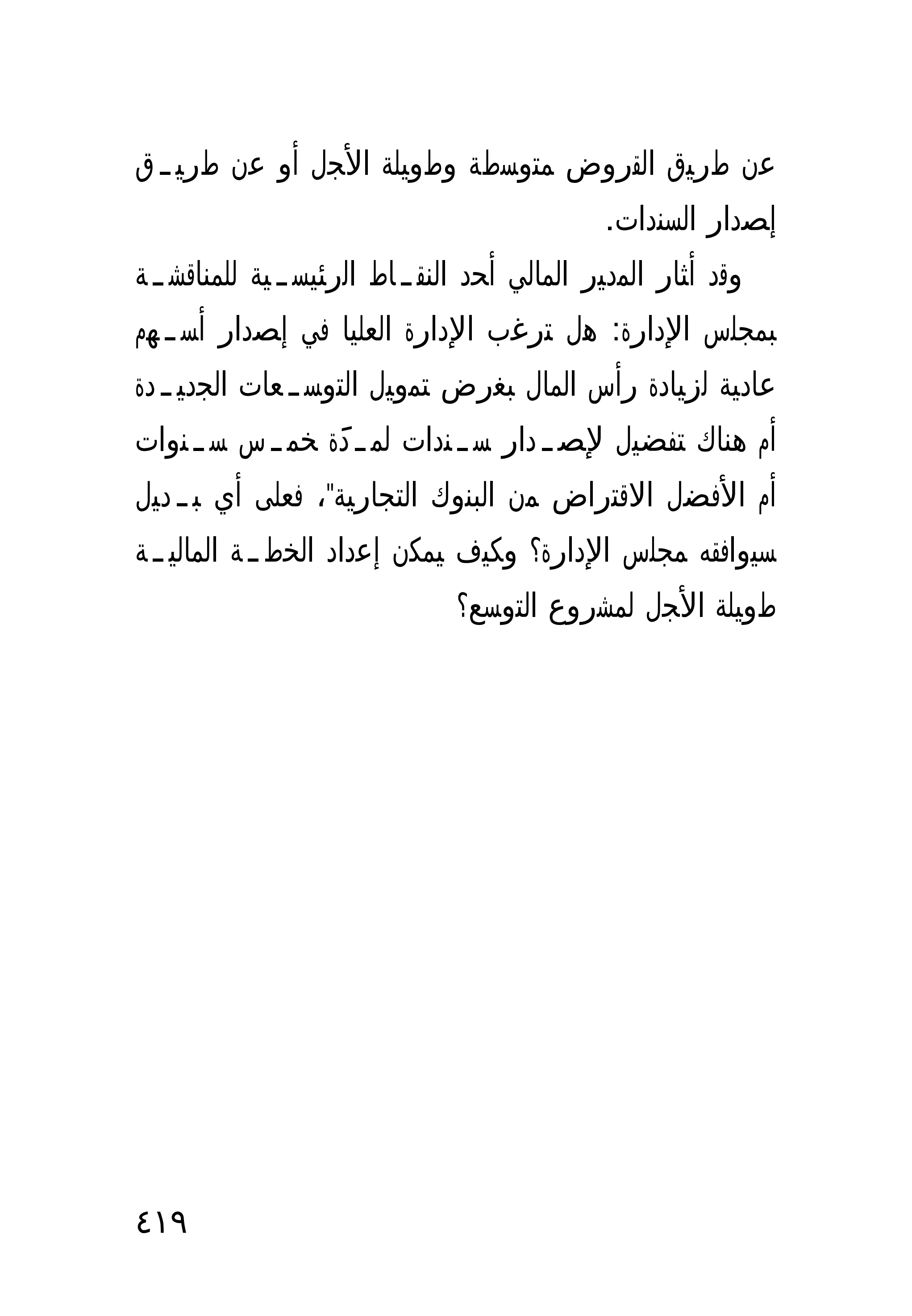
Long-term Planning & Forecasting

توسُّعات شركة أسمنت العامرية

ترغب الإدارة العليا لشركة أسمنت العامرية في إنشاء خط إنتاج جديد لإنتاج الأسمنت الأبيض؛ نظرا لتزايد حجم الطلب على الأسمنت، ولوجود فجوة بين العرض والطلب حيث يعتمد السوق المصري على استيراد الأسمنت من الخارج.

لتحقيق هذا الهدف تمَّ تشكيل لجنة من إدارة البيع والتسويق وإدارة الإنتاج والإدارة المالية؛ لعمل دراسة وافية للطلب المتوقع، وكذلك الحد الأدنى لطاقة خط الإنتاج والحد الأقصى، بالإضافة إلى ترجمة هذا كله في شكل خطة مالية متوقعة، وطُلِبَ من المدير المالي أيضا تقدير التنبؤ بالإيرادات المتوقعة، وإعداد القوائم المالية التقديرية للمشروع وبنود الإيرادات والمصروفات للتشغيل، وإعداد الميزانية العمومية التقديرية للمشروع.

وبدأ المدير المالي في دراسة مدى توافر الأموال اللازمة للاستثمار في هذا المشروع من المصادر الداخلية، بالإضافة إلى تحديد الأموال المطلوبة من المصادر الخارجية سواء



عن طريق القروض متوسطة وطويلة الأجل أو عن طريـق إصدار السندات.

وقد أثار المدير المالي أحد النقـاط الرئيسـية للمناقشـة بمجلس الإدارة: هل ترغب الإدارة العليا في إصدار أسـهم عادية لزيادة رأس المال بغرض تمويل التوسـعات الجديـدة أم هناك تفضيل لإصـدار سـندات لمـدّة خمـس سـنوات أم الأفضل الاقتراض من البنوك التجارية"، فعلى أي بـديل سيوافقه مجلس الإدارة؟ وكيف يمكن إعداد الخطـة الماليـة طويلة الأجل لمشروع التوسع؟

مقدِّمة

تعرَضنا من قبل في هذا الكتاب إلى القـرارات الماليـة. فقد تناولنا تحليل القوائم المالية، والأسواق الماليـة وقيـاس الخطر، وتحليل التدفق النقدي غير أن تلك القرارات الماليـة لا تُتخذ في الفراغ، وبمعنى آخر فإن تلك القرارات الماليـة يتمُّ اتخاذها في ضوء مجموعة من السياسات والمعايير التي يتمُّ تحديدها عن طريق الخطط التشغيلية والمالية في المنظمة (الشركة)؛ ومن هذا المنطلق نخصص هذا الفصل لدراسـة عمليات التخطيط مع التركيز على التخطيط والتنبؤ المـالي، وترجع أهمية عملية التخطيط إلى أنها تزود المـدير المـالي "بخريطة للطريق" خلال الخمس سنوات المقبلة على الأقل.

الخطط الاستراتيجية Strategic Plans:

تُصاغُ الخطط المالية في ضوء الإطـار العـام للخطـة (الاستراتيجية) للمنظمة؛ ولهذا فإننا سـوف نبـدأ دراسـتنا للخطط المالية عن طريق مراجعة المفاهيم الأساسية لعمليات التخطيط الاستراتيجي.

المهمة Corporate Purpose:

إن نقطة البداية المنطقية للخطة الاستراتيجية طويلة الأجل هي المهمة (أو الرسالة) والتي تعبر عن السـبب الأساسـي في وجود المنظمة، ويمكن صياغة المهمة بشـكل عـام أو بشكل تفصيلي؛ فعلى سبيل المثال قد تكون المهمة الأساسـية لأي شركة من شـركات المقـاولات العاملـة فـي مصـر "أن تصبح قائدة في مجال المقاولات"، في حين تكون مهمـة شركة مقاولات أخرى "تعظيم العائد على حقـوق أصـحاب الملكية"، في حين تكون المهمة الأساسية لشـركة مقـاولات ثالثة تزويد العميل بكل ما هو حديث في مجـال الإنشـاءات والعمارة بأقل التكاليف.

ومن الطبيعي أن نفترض عدم وجود تعارض بين المهمة الأساسية للشركة وبين مصالح أصحاب رأس المال، غير أنه في الحياة العملية غالبا ما يحدث هذا النوع من التعـارض؛ فمن الممكن أن تؤدي رغبة الإدارة في زيادة القيمة السوقية لأسهم الشركة إلى تخفـيض قيمـة الأربـاح المـوزَعـة على أصحاب رأس المال، ولكن في جميع الحالات فإنه لا بدَ

من التوصل إلى صيغة مناسبة للتوفيق بين تلـك المصـالح المتعارضة.

نطاق الشركة Corporate Scope:

يحدد نطاق الشركة طبيعة النشاط الذي تمارسه الشـركة وحدوده الجغرافية، بنفس الطريقة فإن نطاق الشركة يمكـن أن يحدَّد بشكل إجمالي أو بشكل تفصيلي، وغالبا ما تشـمل تلك الحدود تحديدا لطبيعة السلعة أو الخدمة، القطاع السوقي، المستهلكون، التكنولوجيا المستخدمة في الإنتاج والمنافسـة، ومن الطبيعي أن يكون هذا النطـاق محـدودا فـي بعـض الشركات (التركيز) أو متنوعا في بعض الشركات الأخرى. ويلاحظُ مما سبق أن نطاق الشركة يتصف بالمرونة؛ حيـث إن الشركة قد تلجأ إلى تنويـع نشـاطها طبقًـا لمتطلبـات وظروف السوق.

أهداف الشركة Corporate Objectives:

تعكس كل من مهمة الشركة ونطاقها الفلسـفة الأساسـية لتلك الشركة، غير أنهما لا يزودان المدير بأهداف التشـغيل؛ ولذلك فإن أهداف الشركة تُحدد بشكل دقيق للمدير الأشـياء

التي تسعى الشركة إلى تحقيقها خـلال الفتـرات القادمـة، ومن الممكن أن تُصاغُ تلك الأهداف بشكل كمـي أو بشـكل وصفي، ومن أمثلة الأهداف الكمية ما يلي: الحصة السوقية، العائد على الاستثمار، العائد على الأصول، وعلى الجانـب الآخر قد تتمثل الأهداف الوصفية في المساهمة في التطـوير والتنمية، ورفع الروح المعنوية للعاملين، أو تحسين العلاقـة مع الشركات الأخرى العاملة في نفس الصناعة، وفي جميـع الأحوال يجب أن تُصاغَ تلـك الأهـداف بشـكل واضـح، وأن تتميز بالواقعية والمرونة، وأن تعكس الصـالح العـام، وتساعد على رفاهية الفرد والشركة، كذلك يجب أن تمثل تلك الأهداف الخطوط الرئيسية التي يجب على المدير أن يعمـل في ضوئها، وبمعنى آخر فحص المحدد الأساسـي لعمليـة اتخاذ القرارات المالية.

استراتيجيات الشركة Corporate Strategies:

عندما تحدد الشركة المهمة والنطاق والأهداف فإنها تبـدأ في إعداد الاستراتيجية التي يمكن أن تحقق تلـك الأهـداف، واستراتيجيات الشركة هي انعكاس للمداخل العامة وليسـت المداخل التفصيلية لتحقيق الأهداف، فمن الممكن أن تكـون

استراتيجية شركة مصر للطيران مثلاً هي خدمة مميزة لكل عملائها في شتى بقاع العالم، في حين قد تكون اســتراتيجية إحدى شركات الطيران الأخرى التركيز على منطقة جغرافية معينة لتقديم خدمة متميزة لطبقـة محـدودة مـن العمـلاء، ويلاحظُ مما سبق أن هناك تكاملاً كبيرا بين مهمـة ونطـاق المنظمة وبين استراتيجياتها.

الخطط التشغيلية Operating Plans

يمكن إعداد الخطط التشغيلية لفترات زمنية متعددة غيـر أن معظم الشركات تميـل إلـى إعـداد الخطـط الخمسـية (٥ سنوات). وفي الخطة الخمسية تكون الخطـة تفصـيلية بالنسبة للسنة الأولى، وتقل درجـة التفصـيل فـي الخطـة إذا ما تقدّمنا في اتجاه السنوات التاليـة (مـن ٢ إلـى ٥)، وتهدف هذه الخطة إلى تزويد العاملين بالإجراءات التفصيلية وضوابط التنفيذ والأداء فـي ضـوء اسـتراتيجية الشـركة وتتضمن الخطة أيضا تحديدا للمسئوليات والأعباء الوظيفيـة مع تحديد للأشخاص القائمين بالتنفيذ.

ويوضح الجدول (١/٩) الخطة السنوية لإحدى الشـركات العاملة في مجالات تصنيع وتجميع الأجهزة المنزلية.

جدول (١/٩)

الخطة السنوية لشركة إنتاج الأجهزة المنزلية

الشهر	النشاط
إبريل/ مايو	إدارة التخطـيط تحلـل الظـروف البيئيـة ومتغيرات الصناعة، وإدارة التسويق تقـوم بإعداد التنبؤات بالمبيعات
يونيو/ يوليو	الإدارة الهندسية تتـولى تقـدير التكـاليف الإنتاجية وتكاليف التوسع في الإنتاج.
أغسـطس/ سبتمبر	تتـولى الإدارة الماليـة تحليـل التكـاليف الرأسمالية وتقييم مصادر التمويل.
أكتـوبر/ نوفمبر	الانتهاء من إعداد الخطة الخمسية للشـركة عـن طريـق إدارة التخطـيط، ووضـعها في شكلها شبه النهائي للموافقة عليها
ديسمبر	التصديق على الخطة النهائية عـن طريـق مجلس الإدارة.

أما الجدول (٢/٩) فيوضح الخطوط الأساسـية للخطـة الخمسية لنفس الشركة، ومن الطبيعي أن يتمَ إعـداد الخطـة

التفصيلية في مجلد كبير يحتوي على العديد مـن التفاصـيل والإجراءات، ويلاحظُ من الجدول (٢/٩) أيضا أن الشـركة تعدُ خطتها الخمسية على أساس الأقسام والإدارات كغيرهـا من الشركات الأخرى؛ وهكذا فإن كل إدارة يجب أن يكـون لها مهمة ونطاق وأهداف خاصة بها في إطار الخطة العامة.

جدول (٢/٩)

مكونات الخطة الخمسية للشركة

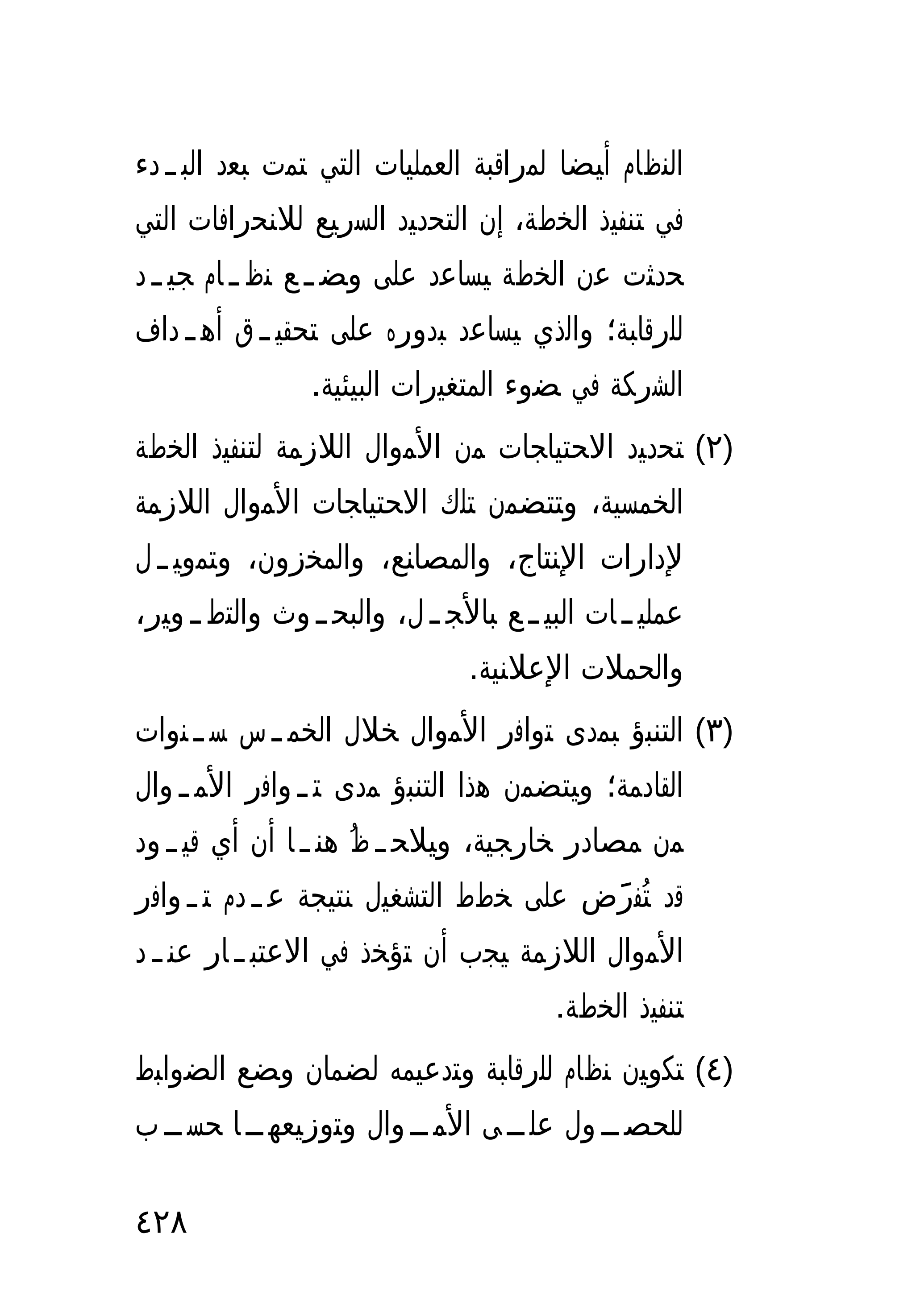
الجزء	المكونات
الأول	مهمة الشركة
الثاني	نطاق الشركة
الثالث	أهداف الشركة
الرابع	تحليل البيئة الخارجية
الخامس	استراتيجيات الشركة
السادس	ملخص نتائج الأعمال المتوقعة
السابع	الخطط والسياسات الوظيفية
	التسويق
	الإنتاج

	التمويل
	١- رأس المال العامل ٢- توزيعات الأرباح ٣- التنبؤ المالي ٤- الخطة المحاسبية ٥- خطة الرقابة
	الأفراد والجوانب الإدارية
	البحوث والتطوير
	المنتجات الجديدة
الثامن	الخطة الموحدة للشركة.

الخطة المالية The financial Plan:

يمكن إعداد الخطة المالية عن طريـق تنفيـذ الخطـوات التالية:

(١) وضع نظام للقوائم المالية المتوقعة، والتـي يمكـن استخدامها لتحليل أثر خطط التشغيل على الأربـاح المتوقعة والمؤشرات المالية."، ويمكن استخدام هـذا


النظام أيضا لمراقبة العمليات التي تمت بعد البـدء في تنفيذ الخطة، إن التحديد السريع للانحرافات التي حدثت عن الخطة يساعد على وضـع نظـام جيـد للرقابة؛ والذي يساعد بدوره على تحقيـق أهـداف الشركة في ضوء المتغيرات البيئية.

(٢) تحديد الاحتياجات من الأموال اللازمة لتنفيذ الخطة الخمسية، وتتضمن تلك الاحتياجات الأموال اللازمة لإدارات الإنتاج، والمصانع، والمخزون، وتمويـل عمليـات البيـع بالأجـل، والبحـوث والتطـوير، والحملات الإعلانية.

(٣) التنبؤ بمدى توافر الأموال خلال الخمـس سـنوات القادمة؛ ويتضمن هذا التنبؤ مدى تـوافر الأمـوال من مصادر خارجية، ويلاحـظُ هنـا أن أي قيـود قد تُفرَض على خطط التشغيل نتيجة عـدم تـوافر الأموال اللازمة يجب أن تؤخذ في الاعتبـار عنـد تنفيذ الخطة.

(٤) تكوين نظام للرقابة وتدعيمه لضمان وضع الضوابط للحصـول علـى الأمـوال وتوزيعهـا حسـب

الاستخدامات المحددة من قبل، ويهدف نظام الرقابة بصفة أساسية إلى ضمان تنفيذ الخطط حسب ما هو محدَّد من قبل.

(٥) تحديد الإجراءات التي يمكن اتخاذهـا فـي حالـة الرغبة في تعديل الخطة الأساسية في حالة تغييـر ظروف التنفيذ، فعلى سبيل المثال إذا ما زاد الطلب على السلعة عما هو متوقع؛ فإن ذلك يمكن أن يؤدي إلى زيادة الطاقة الإنتاجية، ويؤدي كذلك إلى زيـادة الاحتياجات المالية وهكذا، ولهذا فإن هذه الخطـوة تمثل عملية تغذية عكسية، والتي يتمُّ فـي ضـوئها تعديل الخطة المالية.

ويلاحظُ من الخطوات السابقة أن المكونـات الأساسـية للخطة المالية تتضمن:

(١) تحليل القدرات والظروف المالية الحالية للشـركة؛ وذلك في ضوء ما يسفر عنه تحليل قوائمها المالية.

(٢) التنبؤ بالمبيعات.

(٣) إعداد الموازنة الرأسمالية.

(٤) الموازنة النقدية.

(٥) إعداد القوائم المالية التقديرية.

(٦) إعداد خطة التمويل الخارجي.

وفي هذا الجزء سوف يتمُّ مناقشة التنبؤ بالمبيعات، وإعداد القوائم المالية، وخطة التمويل الخارجي.

التنبؤ بالمبيعات Sales forecast:

تبدأ عملية التنبؤ بالمبيعات بمراجعة أرقام المبيعات خلال العشر أو خمس سنوات الماضية، وغالبا ما يـتمُّ الاعتمـاد على بعض الأساليب الإحصائية لتقـدير المبيعـات خـلال الفترات القادمة، ومن هـذه الأسـاليب الانحـدار البسـيط والمتعدد، والسلاسل الزمنية، ويراعى عند التنبؤ بالمبيعـات مجموعة من المتغيرات التنظيمية نذكر منهـا علـى سـبيل المثال ما يلي:

١ - تشكيلة منتجات الشركة:

وغالبا ما يتمُّ تقـدير المبيعـات لكـل سـلعة أو خدمـة على حدة؛ نظرا لصعوبة تشابه معدَّلات نمو كل المنتجـات، ولذلك يتمُّ إعداد تنبؤات لكل منتج على حدة، ويتمُّ بعد ذلـك

وضعها في تقدير موحد يسمى "التقـدير الأولـي" لمبيعـات الشركة.

٢- الظروف الاقتصادية:

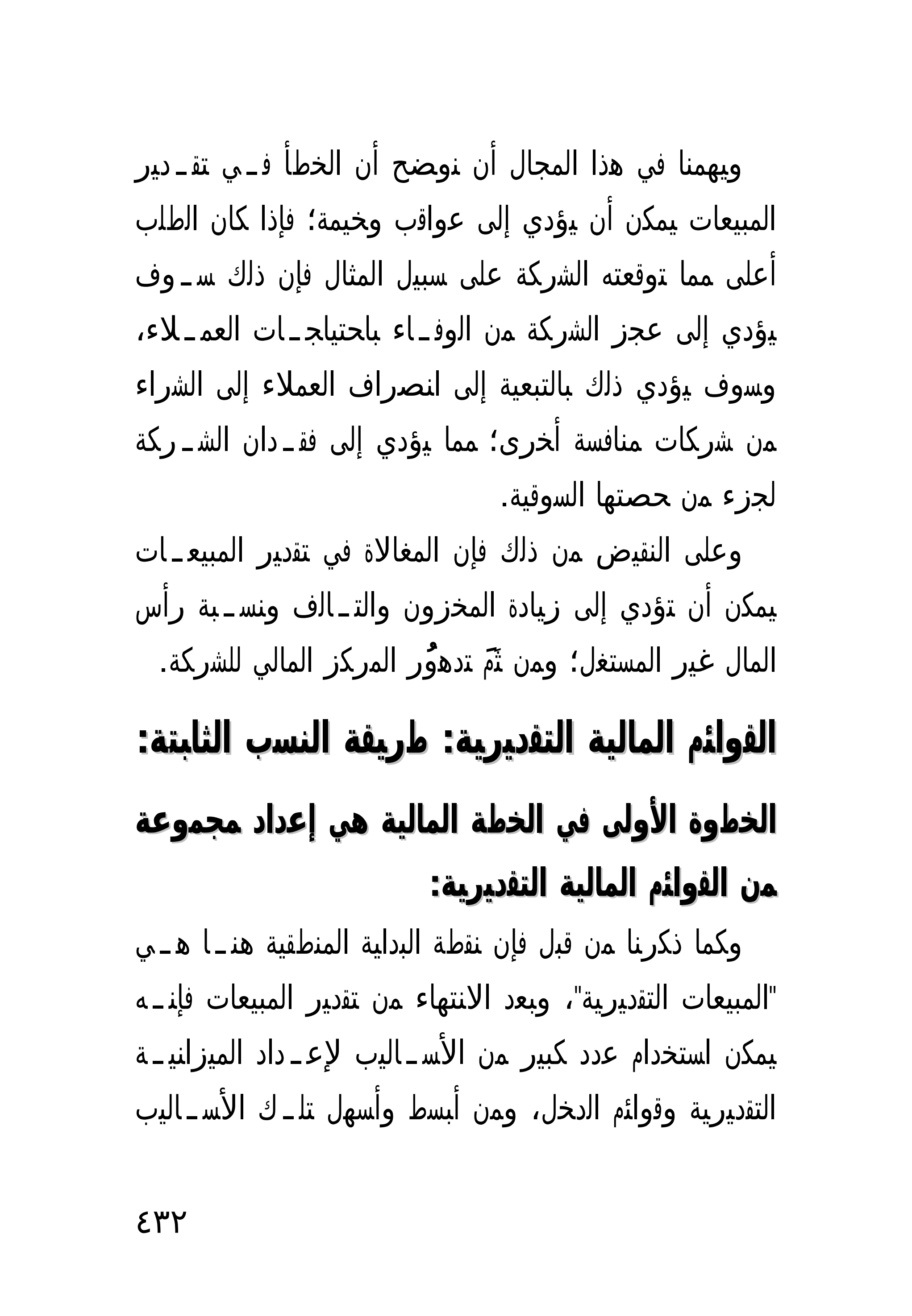
يتمُ تحديد أثر المتغيرات الاقتصادية مثل حجـم الطلـب والرواج والكساد علـى كـل المنتجـات السـابقة، وغالبـا ما يستخدَم هذا التحليل في تعـديل النتـائج التـي توصـلنا إليها في المرحلة (١).

٣- الحصة السوقية للشركة:

تتولى إدارة التخطيط مسئولية دراسة الحصـة السـوقية للشركة؛ وذلك في ضوء مجموعة مـن المتغيـرات تشـمل القدرة الإنتاجية للشركة، وقدرتها على توزيـع المنتجـات، وقدرات المنافسين، وخطـة المنتجـات الجديـدة للشـركة، وسياسات تسعير الشركة.

٤- الطاقات التسويقية للشركة:

وتشمل تقييم الحملات الإعلانيـة والترويجيـة، ونظـام الائتمان، والجهود البيعية، وتحديد آثارهـا علـى مبيعـات الشركة في المستقبل.



ويهمنا في هذا المجال أن نوضح أن الخطأ فـي تقـدير المبيعات يمكن أن يؤدي إلى عواقب وخيمة؛ فإذا كان الطلب أعلى مما توقعته الشركة على سبيل المثال فإن ذلك سـوف يؤدي إلى عجز الشركة من الوفـاء باحتياجـات العمـلاء، وسوف يؤدي ذلك بالتبعية إلى انصراف العملاء إلى الشراء من شركات منافسة أخرى؛ مما يؤدي إلى فقـدان الشـركة لجزء من حصتها السوقية.

وعلى النقيض من ذلك فإن المغالاة في تقدير المبيعـات يمكن أن تؤدي إلى زيادة المخزون والتـالف ونسـبة رأس المال غير المستغل؛ ومن ثَمّ تدهوُر المركز المالي للشركة.

القوائم المالية التقديرية: طريقة النسب الثابتة:

الخطوة الأولى في الخطة المالية هي إعداد مجموعة من القوائم المالية التقديرية:

وكما ذكرنا من قبل فإن نقطة البداية المنطقية هنـا هـي "المبيعات التقديرية"، وبعد الانتهاء من تقدير المبيعات فإنـه يمكن استخدام عدد كبير من الأسـاليب لإعـداد الميزانيـة التقديرية وقوائم الدخل، ومن أبسط وأسهل تلـك الأسـاليب

ما يسـمى بأسـلوب "النسـب الثابتـة" Constant Ratio Method، وفيما يلي شرح لأهم خطوات هذا الأسلوب:

الخطوة الأولى: إعداد قائمة الدخل التقديرية:

الهدف الأساسي من إعداد قائمة الدخل التقديرية هو تقدير قيمة الأرباح المحتجزة التي يمكن للشركة تحقيقهـا خـلال العام، ويتطلب هذا التقدير وضع مجموعة من الافتراضـات عن تكاليف التشغيل، معدّلات الضرائب، فوائـد القـروض ونسبة توزيع الأرباح، وفي أبسـط الحـالات فإنـه يمكـن افتراض أن نسبة الزيادة في التكاليف تساوي نسبة الزيـادة في المبيعات، أما في الحالات الأخرى فإنـه يجـب تقـدير الزيادة في التكاليف بشكل مستقل عن الزيادة في المبيعـات، وفي جميع الأحوال فإن الهدف الأساسي مـن إعـداد هـذه القائمة هو تقدير حجم الدخل الذي يمكن للشـركة أن تحققـه وقيمة الأرباح المتحجرة التـي يمكـن إعـادة اسـتثمارها في الأنشطة الأخرى خلال العام القادم.

ويوضح الجدول (٣/٩) قائمة الدخل التقديريـة لشـركة باهر للصناعات المنزلية عن العام ١٩٩٥، ونقطة البداية هنا هي أننا افترضنا أن كلاً من المبيعات والتكاليف سوف ترتفع

بنسبة ١٠٪ عن مستواها في عام ١٩٩٤، وقد تمَّ احتساب نسبة الزيادة على أنها ١٠٪، ولذلك تُظهر القائمة أن أساس التقدير هو (١ = ٠,١) = ١,١ بالنسبة لكل من المبيعات والتكاليف والإهلاك، أما في العمود الثالث فقد تمَّ حساب قيمة التقدير الأولي لكل من المبيعات والتكاليف والإهلاك في ضوء الزيادة المتوقعة؛ ومن هذا أمكن حساب قيمة الأرباح قبل الضرائب والفوائد (المبيعات – التكاليف – الإهلاك).

ومن الجدير بالذكر هنا أن قيمة الفوائد يمكن أن تتغير من عام لآخر حسب حجم القروض وشروط السداد، ويمكن بعد ذلك حساب قيمة الأرباح قبل الفوائد كما هو موضح في الجدول، وكذلك يتمُّ خصم قيمة توزيعات الأسهم الممتازة كما هي واردة في السنة الفعلية ما لم تصدر الشركة أسهما ممتازة جديدة في عام ١٩٩٥؛ ومن هذا يمكن حساب صافي الدخل المتاح للأسهم العادية، أما بالنسبة لتوزيعات الأسهم فيمكن حسابها كما يلي:

جدول رقم (٣/٩)

قائمة الدخل التقديرية لشركة

باهر للصناعات المنزلية عن عام ١٩٩٥ (القيمة بالألف جنيه مصري)

م	العناصر	فعلي ١٩٩٤	أساس التقدير	التنبؤ١٩٩٥			
				التقدير الأول	رَدُّ الفعل	التقدير الثاني	التقدير الثالث
١	المبيعات	٣٠٠٠	١,١	٣٣٠٠		٣٣٠٠	٣٠٠
٢	التكـــاليف (دون الإهلاك)	٢٦١٦	١,١	٢٨٧٨		٢٨٧٨	٨٧٨
٣	الإهلاك	١٠٠	١,١	١١٠		١٠٠	١١٠
٤	إجمالي تكـاليف التشغيل	٢٧١٦	١,١	٢٩٨٨		٢٩٨٨	٢٩٨٨
٥	الـــربح قبـــل الضـــــرائب والفوائد	٢٨٤	١,١	٣١٢		٣١٢	٣١٢
٦	الفوائد	٨٨		٨٨	+ ٥	٩٣	٩٣
٧	الـــربح قبـــل الضرائب	١٩٦		٢٢٤		٢١٩	٢١٩
٨	الضـــــرائب (٤٠٪)	٧٨		٨٩	- ١	٨٨	٨٨
٩	صافي الدخل قبل التوزيع	١١٨		١٣٥		١٣١	١٣١

م	العناصر	فعلي ١٩٩٤	أساس التقدير	التنبؤ١٩٩٥			
				التقدير الأول	ردُ الفعل	التقدير الثاني	التقدير الثالث
١٠	توزيعات الأسهم الممتازة	٤		٤		٤	٤
١١	صـافي الـدخل المتاح للأسـهم العادية	١١٤		١٣١		١٢٧	١٢٧
١٢	توزيعات الأسهم العادية	٥٨		٦٣	+ ٣	٦٦	٦٦
١٣	الأربـــــاح المحتجزة	٥٦		٦٨	-٧	٦١	٦١

١- في عام ١٩٩٤ بلغت توزيعـات الأسـهم ١,١٥ جنيه للسهم

٢- الزيادة المتوقعة في التوزيعات ٨٪.

التوزيعات الجديدة (١,١٥ × ٨٪) = ١,٢٥ جنيه.

٣- قيمة التوزيعات

= عدد الأسهم (٥٠ مليونًا) × توزيعات السهم (١,٢٥) = ٦٢,٥ ألف جنيه.

وعند هذه المرحلة يمكن حساب قيمة الأرباح المحتجـزة المتوقعة

(١٣١ – ٦٣) = ٦٨ ألف جنيه.

ويلاحظُ أن قيمة الأرباح المحتجزة المتوقفـة (٦٣ ألـف جنيه) مبالغ فيها (مرتفعة نوعا مـا) نظـرا لأننـا خفضـنا تقديراتنا لقيمة توزيعات الأسهم الممتازة والفوائد فـي العـام التقديري، ولعلاج ذلك فـإن الشـركة يمكـن أن تقتـرض أو تصـدر أسـهما عاديـة إضـافية لتمويـل احتياجاتهـا من الأصول؛ مما يؤدي إلى تعديل هـذا التقـدير الأولـي، ويمكن إجراء مثل هذه التعديلات عـن طريـق احتياجـات الشركة المالية.

الخطوة الثانية: إعداد الميزانية التقديرية:

إن زيادة مبيعات شركة باهر للصناعات المنزلية يعنـي بالتبعية زيادة احتياجات الشركة من الأصـول؛ ونظـرا لأن الشركة كانت تستغل كامل طاقتها عام ١٩٩٣ فـإن زيـادة المبيعات سوف تستدعي بالضرورة زيـادة فـي الأصـول، فعلى سبيل المثال سوف نحتاج إلـى نقديـة أكبـر لتمويـل العمليات الإنتاجية، ومن الممكن أيضا التوسع في سياسـات

الائتمان لدفع أرقام المبيعات إلى أعلى مع زيادة قيمة الأموال المستثمرة فـي المخـزون لمواجهـة الزيـادات المتوقعـة في الطلب، ومن الممكن أيضا إضافة معدات إنتاجية جديـدة وآلات أخرى.

وبنفس المنطق فإن زيادة أصول الشركة سـوف يـؤدي إلى زيادة خصومها وحقوق ملاكها، وفي هذه الحالة يمكـن زيادة أوراق الدفع وكافـة الخصـوم المتداولـة الأخـرى، ومن الطبيعي أن تلجأ الشركة للاعتماد علـى زيـادة نسـبة الخصوم المتداولة في حالة رغبتها في تمويل المواد الخـام والمشتريات عن طريق الشراء بالأجل، وبنفس الطريقة فإن رغبة الشركة في زيادة حجم الإنتاج سوف يدفعها إلى زيادة العمالة؛ مما يؤدي إلى زيادة الأجور المدفوعـة والتأمينـات وخلافه، وبصفة عامة فإن الخصوم المتداولة يمكن أن تزيـد بنفس قيمة المبيعات.

ومن الطبيعي أن تزداد أيضا الأرباح المحتجزة ولكن ليس بنفس درجة الزيادة في المبيعات؛ ولذلك فإن القيمة الجديـدة للأرباح المحتجزة سوف تُحسبُ على أساس القيمـة الفعليـة مضافًا إليها الزيادات في قيمة التوزيعـات علـى الأسـهم

كما أوضحنا من قبل، وبنفس الطريقة فإن أوراق الدفع والسندات والأسهم الممتازة والعادية لن يرتبط تغيرها بالتغيير في المبيعات، وبدلاً من ذلك فإن التغيير في تلك الخصوم سوف يرتبط بالقرارات التي تصدرها الإدارة المالية في هذا الشأن.

وخلاصة الأمر أن:

أ- الزيادة في المبيعات لا بدّ أن تدعم بزيادة مستوى الأصول.

ب- أن الجزء من الزيادات في الأصول يمكن تحويله عن طريق الزيادة في الخصوم المتداولة (أوراق الدفع مثلاً) أو الأرباح المحتجزة.

ت- أي نقص في التمويل يمكن تمويله عن طريق المصادر الخارجية للتمويل؛ إما عن طريق الاقتراض أو عن طريق المصادر الخارجية للتمويل، إما عن طريق الاقتراض أو عن طريق إصدار أسهم جديدة (ممتازة أو عادية).

ويظهر الجدول (٤/٩) الميزانية الفعلية لشركة باهر للصناعات المنزلية عن العام ١٩٩٤ والميزانية التقديرية

لنفس الشركة عن عام ١٩٩٥، ويمكن الاعتماد علـى نفـس الأسلوب الذي اعتمدنا عليه لتقدير قائمـة الـدخل لإعـداد الميزانية التقديرية.

ومن الممكن في هذه الحالة أن نبدأ بتقدير بنود الميزانيـة التي يمكن أن تتغير بشكل مباشر مع تغيير المبيعات (بنسبة ١٠٪ كما هو الحال بالنسبة لقائمة الدخل) وبذلك فإن النقديـة سوف تصبح ١١ (١٠× ١,١) وحسابات القبض ٤١٢ (٣٧٥ × ١,١) والمخزون يصبح ٦٧٧ (٦١٥ × ١,١)، وبما أننـا افترضنا أن شركة باهر كانت تعمل بكامل طاقاتها في عـام ١٩٩٤ فإننا نتوقع أن الطاقة الإنتاجية أيضا سـوف سـتزيد ١٠٪ نتيجة زيادة المبيعات.

وبعد الانتهاء من تقدير عناصر الأصول يمكـن تحديـد إجمالي الأصول (١١ + ٤١٢ + ٦٧٧) وهو يساوي ١١٠٠ ألف جنيه؛ وبذلك يكون إجمالي الأصول ٢٢٠٠ ألف جنيه.

جدول (٤/٩)

الميزانية التقديرية لشركة باهر للصناعات المنزلية

(١٩٩٥)

القيمة بالألف جنيه

العناصر	فعلي ١٩٩٤	أساس التقدير	التقديرية			
			التقدير الأول	الأموال الإضافية	التقدير الثاني	التقدير الثالث
نقدية	١٠	١,١	١١			
ج- قبض	٣٧٥	١,١	٤١٢			
مخزون	٦١٥	١,١	٦٧٧			
إجمالي أصول متداولة	١٠٠٠		١١٠٠			
صافي المصنع والآلات	١٠٠٠	١,١	١١٠٠			
إجمالي الأصول	٢٠٠٠		٢٢٠٠		٢٢٠٠	٢٢٠٠
ج/دفع	٦٠	١,١	٦٦		٦٦	٦٦
قروض قصيرة الأجل	١١٠		١١٠	+ ٢٨	١٣٨	١٤٠
أخرى	١٤٠	١,١	١٥٤		١٥٤	١٥٤
إجمالي الخصوم المتداولة	٣١٠		٣٣٠		٣٥٨	٣٦٠
القروض طويلة الأجل	٧٥٤		٧٥٤	+ ٢٨	٧٨٢	٧٨٤
إجمالي الديون	١٠٦٤		١٠٨٤		١١٤٠	١١٤٤

العناصر	فعلي ١٩٩٤	أساس التقدير	التقديرية			
			التقدير الأول	الأموال الإضافية	التقدير الثاني	التقدير الثالث
الأسهم الممتازة	٤٠		٤٠		٤٠	٤٠
الأسهم العادية	١٣٠		١٣٠	+٥٦	١٨٦	١٨٩
الأرباح المحتجزة	٧٦٦		٨٣٤		٨٢٧	٨٢٧
إجمالي حقوق الملكية	٨٩٦		٩٦٤		١٠١٣	١٠١٦
إجمالي الخصوم وحقوق الملكية	٢٠٠٠		٢٠٨٨	+١١٢	٢١٩٣	٢٢٠٠
الأموال الإضافية المطلوبة	-		١١٢		٧	-
مجمع الأموال الإضافية المطلوبة	-		١١٢		١١٩	١١٩

وعلى الجانب الآخر يمكن تحديد الزيادة المصاحبة للزيادة في الأصول؛ وهي الزيادة في الخصوم المتداولة، ويتمُّ تقدير قيمة تلك الخصوم بنفس الطريقة كما هي موضحة في الجدول (٤/٩) أما الخصوم التي تخضع الزيادة فيها لقرارات الإدارة العليا (القروض طويلة الأجل والسهم) فإننا سوف نفترض أنها سوف تظل كما هي، أما قيمة الأرباح المحتجزة عن عام ١٩٩٥ فتُحسبُ عن طريق

إضافة الأرباح المحتجزة التقديرية التي تمَّ حسابها في قائمة الدخل التقديرية (٦٨ ألف جنيه) إلى رصيد الأرباح المحتجزة في ميزانية ١٩٩٤ (٧٦٦) وبذلك يصبح إجمالي الأرباح المحتجزة التقديرية ٨٣٤ ألف جنيه مصري.

ويتضح من الجدول (٤/٩) أن القيمة التقديرية لإجمالي الأصول في التقدير الأول هو ٢٢٠٠ ألف جنيه؛ وهذا يعني أن شركة باهر لا بدَّ أن توفر ٢٠٠ ألف جنيه إضافية في شكل أصول جديدة حتى تتمكن من زيادة مبيعاتها. غير أننا نلاحظ أن قيمة الخصوم وحقوق الملكية هي ٢٠٨٨ ألف، وبمعنى آخر فإن الزيادة المطلوبة فعلاً هي ١١٢ ألف جنيه (٢٢٠٠ – ٢٠٨٨) وهي ما يشار إليه بالاحتياجات من الأموال الإضافية، ومن الممكن تدبير تلك الأموال عن طريق القروض طويلة الأجل، أو إصدار أسهم جديدة، أو عن طريق بدائل مالية أخرى.

الخطوة الثالثة: توفير الأموال الإضافية

يتخذ المدير المالي القرارات الخاصة بتوفير الأموال الإضافية في ضوء عدَّة اعتبارات منها الهيكل التمويلي للشركة، وشروط الاقتراض، والقيود المفروضة على عملية

الاقتراض وغيرها من المتغيرات، وعلى سبيل المثال يمكن أن يتمَ تمويل احتياجات شركة باهر من الأموال الإضافية كما يلي:

الاحتياجات الإضافية من الأموال

مصدر التمويل	النسبة	القيمة (بالألف جنيه)	معدَل الفائدة
قروض قصيرة الأجل	٢٥٪	٢٨	٨٪
سندات طويلة الأجل	٢٥٪	٢٨	١٠٪
أسهم عادية	٥٠٪	٥٦	
الإجمالي	١٠٠٪	١١٢	

وتُضافُ تلك الأموال إلى بنود الميزانية التقديرية المقابلة في جدول (٤/٩) كما هو واضح في العمود الرابع؛ وبذلك تصبح قيمتها ١٣٨، ٧٨٢، ١٨٦ ألف جنيه على التوالي.

وإذا لم يكن هناك تعديل في بقية بنود قائمة الدخل التقديرية أو الميزانية التقديرية يكون التقدير قد اكتمل؛ ومن ثَمّ يمكن توفير الأموال الإضافية كما أشرنا من قبل.

الخطوة الرابعة: التغذية العكسية للقرارات المالية:

تكمن الصعوبة الأساسية في عملية التنبؤ المالي في عملية التغذية العكسية؛ فالأموال الخارجية التـي سـوف تُسـتخدَمُ في تمويل الأصول سوف يترتب عليهـا مصـاريف، تلـك المصاريف لا بدّ أن تؤثر على قائمة الدخل، وغالبا ما يؤدي ذلك إلى تخفيض قيمة الأرباح المحتجزة التقديرية. وحتى تتمُ عملية التغذية العكسية بالنسبة للتنبـؤ المـالي فإننـا يجـب أن نتنبأ بقيمة فوائد القروض الإضافية؛ فالقروض قصـيرة الأجل مثلاً سوف ينشأ عنها تكلفة قدرها ٨٪ (أسعار فوائد)، ولذلك فإن أوراق الـدفع (٢٨ ألـف جنيـه) سـوف ينـتج عنها تكلفة قدرها ٢٢٤ ألـف جنيـه (٢٨ × ٨٪)، وبـنفس الطريقة يمكن حسـاب تكلفـة القـروض طويلـة الأجـل (٢٨ × ١٠٪) وهي تساوي ٢٨٠ ألف جنيه؛ وبذلك يكـون إجمالي التكلفة الإضافية ٥٤٠ ألف جنيه، وإذا ما تمّ تقـدير تلك التكاليف الإضافية فإننا نستطيع أن نحدد قيمة التكـاليف كما هو واضح في التقدير الثاني في جدول (٣/٩) في العمود الخامس تصبح (٨٨ + ٥) = ٩٣ ألف جنيه، وبصفة عامـة

فإن زيادة مصروفات فوائد القروض تؤدي إلى نقص قيمة الأرباح المحتجزة.

وتحتاج خطة التمويل أيضا إلى بيع عدد من الأسهم العادية قيمتها حوالي ٥٦ ألف جنيه.

إن سعر سهم شركة باهر كان يساوي ٢٣ جنيها في نهاية عام ١٩٩٣، وبفرض أن الأسهم الجديدة سوف تُباعُ عند هذا السعر، وبالتالي ٥٦ جنيه/ ٢٣ جنيه = ٢٤٣٤ سهما تقريبا جديد يجب أن يتمَ بيعها، أضف إلى ذلك أن معدَل التوزيع النقدي المتوقع لشركة باهر خلال عام ١٩٩٤ يتوقع أن يكون ١,٢٥ جنيه للسهم، وبالتالي فإن قيمة التوزيعات النقدية المتوقعة لحجم الأسهم (٢٤٣٤ سهما) من الأسهم الجديدة تحتاج إلى (٢٤٣٤ سهما × ١,٢٥ جنيه = ٣٠٤٣ جنيها)؛ أي حوالي ثلاثة آلاف جنيه كزيادة إضافية للتوزيعات النقدية، وهكذا، فإن التوزيعات النقدية لحملة الأسهم العادية كما ظهر من الجزء الثاني من قائمة الدخل ارتفعت إلى ٦٣ جنيها + ٣ جنيهات = ٦٦ ألف جنيه مصري.

إن التأثير الصافي للتغذية العكسية للقرارات المالية على قائمة الدخل هو تقليل الإضافة إلى الأرباح المحتجزة

بمقدار ٧ آلاف جنيه من ٦٨ ألف جنيه إلى ٦١ ألف جنيـه. إن تخفيض الأموال التي تُضافُ إلى الأرباح المحتجزة يؤدي إلى تقليل التنبؤ بالأرباح المحتجزة في الميزانية بنفس القيمة؛ ولذلك وبالرجوع إلى الجدول رقم (٩/٤) الجزء الثاني لعـام ١٩٩٤ فإن التنبؤ بالأرباح المحتجزة في قائمة الدخل سيصبح ٧٦٦ ألف جنيه + ٦١ ألـف جنيـه = ٨٢٧ ألـف جنيـه، أو سيخفض المبلغ بمقدار ٧ آلاف جنيه أقل من التنبؤ الأول الذي تم.

وهكذا؛ هناك عجز متوقع قدره ٧ آلاف جنيـه، وسـوف يستمرُّ كنتيجة مباشرة لتأثير التغذية العكسية للتمويل – حيث أدَت الفوائد الإضافية والتوزيعات النقدية للأرباح إلى تقليـل الأرباح المحتجزة المتوقعة بقيمة ٧ آلاف جنيـه؛ وبالتـالي يوجد عجز مالي، ويمكن أن نُلاحِظُ هذه القيمة من الجـدول (٩/٤) العمود رقم (٥).

وعلى المدير المالي أن يفكر كيف سيقوم بتغطية العجـز المتوقع في الجزء الثاني من قائمة الدخل؟ في حالة شـركة باهر، ٢٥٪ من قيمة العجز المتوقع (٧ آلاف جنيـه) سـيتمُّ

تغطيته عن طريق الديون قصيرة الأجل، ٢٥٪ عن طريـق السندات طويلة، و٥٠٪ عن طريق الأسهم العادية الجديدة.

ويمكن أن نقوم بتوفير مسار ثالث من خـلال الميزانيـة باستخدام مزيج التمويـل؛ وذلـك لإضـافة ٧ آلاف جنيـه إلى جانب الخصوم وحق الملكية ولكن هـل سـيؤدي ذلـك إلى تحقيق التوازن بالميزانية؟ الإجابـة بـالطبع لا؛ وذلـك لأن إضافة ٧ آلاف جنيه إلى الميزانية في رأس المال تحتاج إلى زيادة أخرى في الفوائد وتوزيعـات الأربـاح النقديـة للأسهم، وسيؤدي ذلك إلى التأثير على المسار الثالث بقائمـة الدخل. الخلاصة، سـيكون هنـاك أيضـا عجـز مـالي، على الرغم من أن قيمة هذا العجز ستكون أقل مـن ٧ آلاف جنيه في المرحلة الثانية؛ ولهذا فإننا نستطيع أن ننشئ الجزء الرابع من قائمة الدخل والميزانية، ثُمَّ قد نصل إلـى الجـزء الخامس، وهكذا طالما أن هناك تمـويلاً عـن طريـق رأس المال.

وفي كل مرَّة نقوم بدورة التمويل عن طريق رأس المـال سيظهر عجز، ولكن التمويل الإضافي سـيقل كـل مـرَّة، وغالبا بعد ٥ دورات فإن حجم الأموال الإضـافية سـيكون

صغيرا جدا حتى إنه يمكن أن نعتبر أن التنبؤ قد تم، وبالرغم من أننا لم نقوم بإظهار الدورات الإضـافية، فـإن النتـائج النهائيـة تظهـر فـي العمـود السـادس مـن الجـدولين (٣/٩) و (٤/٩).

تحليل التنبؤات المالية:

إن التنبؤ المالي الذي تمَ تطويره حتى الآن لعـام ١٩٩٤ على الصفحات السابقة يعتبرُ فقط الجزء الأول لعملية التنبـؤ الإجمالية لشركة باهر للصناعات المنزلية، إن الخطوة التالية هي تحليل القـوائم التقديريـة؛ وذلـك لتحديـد أو للتأكـد من أن التنبؤات المالية تتفق مع الأهـداف الماليـة للشـركة كما نحددها بدقة فـي الخطـة الماليـة الخمسـية للشـركة فإذا لم تتفق أو تحقق القـوائم التقديريـة الأهـداف الماليـة للشركة، فالأمر قد يتطلب تغيير بعض عناصر التنبؤ.

ويبين الجدول التالي رقـم (٥/٩) أهـم النسـب الماليـة الخاصة بشركة باهر للصـناعات المنزليـة لعـام ١٩٩٣، بالإضافة إلـى النسـب المتوقعـة لعـام ١٩٩٤ بالإضـافة إلى النسب الخاصة بمتوسط الصناعات المنزلية.

ويبين الجدول أيضا بعد البيانات المعدَّلة التي سنناقشـها فيما بعد، لاحظ من الجـدول أن الأحـوال الماليـة بنهايـة عام ١٩٩٣ للشركة كانت ضعيفة، حيث يلاحـظُ أن العديـد من النسب أقل من متوسط الصناعة، ويبدو من التنبـؤ الأول لعام ١٩٩٤ (بعد الأخذ في الاعتبار النقدية المرتدَّة للتمويل)، والتي تفترض أن السلوك المالي لشركة بـاهر للصـناعات المنزلية في الماضي سوف يستمرُّ في المسـتقبل، ويظهـر أيضا أن هناك موقفًا ماليا ضعيفًا نسبيا وبالطبع، هذه الأحوال المالية سوف تستمر ما لم تتدخل الإدارة المالية وتأخذ بعض القرارات التصحيحية.

جدول (٥/٩)

الأموال الإضافية المطلوبة المتوقعة وبعض المؤشرات الرئيسية

أهم البنود	١٩٩٣	التنبؤ الأول ١٩٩٤	متوسط الصناعة	الأرقام المعدَلة ١٩٩٤
١- الأموال الإضـافية المطلوبة	-	١١٢ جنيها	-	(٦٤) جنيها
٢- نسبة التداول	٣,٢	٣,١	٤,٢	٣,٦
٣- معـــــدَل دوران المخزون	٤,٩	٤,٩	٩,٠٠	٦,٠
٤- فترة التحصيل	٤٥,٠٠	٤٥,٠٠	٣٦,٠٠	٤٢,٥
٥- معـــــدَل دوران الأصول	١,٥	١,٥	١,٨	١,٦
٦- نسبة المديونية	٥٥,٢٪	٥٣,٨٪	٤٠,٠٠٪	٥١,٦
٧- هامش الربح	٣,٨٪	٣,٨٪	٥,٠٪	٤,٨٪
٨- معدل العائد علـى الأصول	٥,٧٪	٥,٨٪	٩,٠٪	٧,٧٪
٩- معدَل العائد علـى حق الملكية	١٢,٧٪	١٢,٥٪	١٥,٠٪	١٥,٩٪

- الأرقام المعدّلة تعكس كل تأثيرات التغذية العكسـية للتمويل.

ويبدو واضحا أن شركة باهر للصناعات المنزلية تخطـط لأن تخطو ثلاث خطوات لتحسين أحوالها المالية:

(١) تخطـط الإدارة للـتخلص مـن بعـض العـاملين عن طريق إغلاق بعض العمليات؛ وسوف يـؤدي هـذا إلـى تخفـيض مصـاريف التشـغيل (وباستثناء الإهلاك) من ٨٧,٢٪ كنسبة من المبيعات حاليا إلى ٨٦٪.

(٢) إعادة النظر ومراجعة حسـابات القـبض للعمـلاء عن قرب وباتباع سياسـة أكثـر جديـة لتحصـيل المبيعات الآجلة من ٤٥ يوما إلى ٤٢,٥ يوما.

(٣) وأخيرا تفكر الإدارة في أن معدّل دوران المخـزون يمكن زيادته من ٩,٤ إلى ٦ مرّات من خلال تشديد الرقابة على المخزون.

إن التغيرات الثلاثة المقترحة في التشغيل سوف تسـاعد على خلق مجموعة من التعـديلات علـى القـوائم الماليـة المتوقعة لعام ١٩٩٤. لم نظهر القوائم المالية لكننا أظهرنـا

التعديلات وتأثيرها على أهم النسب المالية في جدول (٥/٩) في العمود الأخير (الأرقام المعدَّلة لعام ١٩٩٤).

وفيما يلي بعض النقاط الهامة المستخلصة:

(١) إن تخفـيض مصـروفات التشـغيل مـن ٨٧,٢٪ إلى ٨٦٪ كنسبة من المبيعات، فإن أرقـام التكلفـة المتوقعة في جدول (٣/٩) الصـفان (٤،٢) سـوف تتغير. هذه التغيرات سوف تؤثر على باقي صفوف القائمة؛ وكنتيجة فـإن هـامش الـربح سيتحسـن من ٣,٨٪ إلى ٤,٨٪، حيث يعتبرُ في الحالة الأخيرة قريبا جدا من متوسط الصناعة.

(٢) إن زيادة هامش الأرباح سيؤدي إلى زيادة الأربـاح المحتجزة المتوقعة، وزدْ على ذلك أن تشديد عملية الرقابة على المخزون سيؤدي إلـى تقليـل فتـرة تحصيل المبيعات الآجلة، وتتوقـع شـركة بـاهر تخفيض مستويات المخـزون المتوقعـة، وكـذلك حسابات القـبض، وإذا تـمَ تخفـيض المخـزون وحسابات القبض معا في وقت واحد؛ فسوف تؤدي هذه القرارات إلى أموال إضـافية سـالبة قـدرها

٦٤ ألف جنيه؛ أي إن شركة باهر سوف تقوم بإنتاج ٦٤ ألف جنيه أكثر من العمليات الداخليـة وبـدون الحاجة للإنفاق على أصول جديدة.

هذه الأموال التي تُقدَر بـ ٦٤ ألف جنيـه كـأموال فائضة سوف تُستخدَمُ لتقليل القروض قصيرة الأجل، والتي ستؤدي إلى تقليل نسبة المديونيـة المتوقعـة من ٥٣,٨٪ إلى ٥١,٦٪، وبالرغم من هذا فإن نسبة المديونية مازالت أعلى من متوسط الصناعة ولكـن هذه الخطوة تُعتبرُ في الاتجاه الصحيح.

(٣) التغيرات التي أُشِير إليها أيضا ستؤثر علـى نسـبة التداول؛ حيث ستتحسن من ٣,١ إلى ٣,٦.

(٤) ستساعد أيضا التغيرات السابقة في تحسين تقديرات العائد علـى الأصـول مـن ٥,٨٪ إلـى ٧,٧٪؛ مما يساعد على تحسين معدَل العائـد علـى حـق الملكية من ١٢,٥٪ إلى ١٥,٩٪ حيث يعتبرُ أفضـل من متوسط الصناعة.

وبالرغم من أن المدير المالي بشركة بـاهر للصـناعات المنزلية يعتقـد أن التنبـؤ المعـدَل يمكـن تحقيقـه، لكـن

من الصعب أن يتأكد من ذلـك، وبـالطبع يحتـاج الأمـر إلى التنبؤ بـالتغيرات المتوقعـة فـي المبيعـات وتأثيرهـا على التنبؤ المالي أو القوائم المالية؛ لـذلك يمكـن اسـتخدام برامج الحاسب الآلي خاصـة الجـداول الإلكترونيـة مثـل (اللوتس ٣/٢/١، وبرنامج اكسل) وذلك باسـتخدام تحليـل الحساسية لتقدير التغيرات المتوقعـة فـي القـوائم الماليـة التقديرية وذلك عند كل مستوى متوقع مـن معـدَلات نمـو المبيعات، فعلى سبيل المثال إذا زاد معدَل نمـو المبيعـات من ١٠٪ إلى ٢٠٪، فإن حجم الأموال الإضافية المطلـوب سوف يتغير بشكل جذري، مـن ٦٤ ألـف جنيـه فـائض إلى ٨٣ ألف جنيه عجز مالي.

وهكذا يمكن استخدام نموذج مالي معد على الحاسب الآلي في تغيير العديد من المتغيرات المالية، ثـم قيـاس تأثيرهـا على القوائم المالية المتوقعة مثـل تـأثير تغييـر سياسـات التوزيعات النقدية، تأثير البدائل المتاحة للتمويل على القـوائم المالية، وتأثير التغير في مصادر التمويل قصـيرة الأجـل على القوائم المالية.

إن التنبؤ المالي عبارة عن عملية مستمرة، من حيث أسلوب إعداد القوائم المالية، ومن حيث أسلوب تطوير الخطة المالية بغرض التخطيط، يقوم رجال الإدارة المالية بتطوير تنبؤ أولي بناء على استمرار السياسات السابقة والاتجاهات السائدة، يساهم التنبؤ الأولي في مساندة رجال التنفيذ كنقطة بداية، ثم يلي ذلك تطوير هذا النموذج الأولي حتى نرى تأثيرات بدائل الخطط التشغيلية على إيرادات الشركة وأحوالها المالية؛ وينتج عن هذا النشاط تنبؤ معدّل، بالإضافة إلى إتاحة الفرصة لدراسة بدائل الخطط التشغيلية في ضوء معدّلات نمو مختلفة في المبيعات مع قياس تأثير النموذج المعدّل على سياسات توزيع الأرباح وقرارات هيكل التمويل.

استخدام أسلوب المعادلة في التنبؤ بحجم الأموال الإضافية المطلوبة:

بالرغم من اعتماد معظم الشركات في التنبؤ باحتياجاتها من رأس المال على إعداد قائمة الدخل التقديرية والميزانية العمومية التقديرية كما سبق شرحه، يمكن استخدام المعادلة التالية؛ وذلك للتنبؤ بالاحتياجات المالية.

حجم الأموال الإضافية المطلوب	= الزيادة المطلوبة في الأصول	- الزيادة التلقائية المطلوبة في الخصوم	- نسبة الزيادة في الأرباح المحتجزة
ح م ض	= (أ*/م) Δ م	- (خ*/م) Δ م	- ج م ١(١- ل٪)

حيث إن،

ح م ض = حجم الأموال الإضافية المطلوبة

أ*/ م = حجم الأصول التي يجب أن تزيد مقابل زيادة المبيعات، وذلك كنسبة مئوية من المبيعات أو حجم الزيادة المطلوبة في الجنيه أصول مقابل زيادة قدرها جنيه في المبيعات.

أ = الأصول

أ = الأصول

م = المبيعات

أ*/م = ٥٠٠٠ جنيه/ ٣٠٠٠ جنيه = ٠,٦٦٦٧

وهكذا، كل زيادة قدرها جنيه (١) في المبيعات يجب أن تزيد الأصول بنسبة ٦٧ قرشًا.

لاحظ أن

(أ) = إجمالي الأصول

(أ *) = الجزء من الأصول الذي يجـب زيادتـه إذا زادت المبيعات.

وعندما تعمل الشركة بكامل طاقتها مثل شـركة بـاهر للصناعات المنزلية ففي هذه الحالة نتوقع أن (أ * = أ) ولكن، أ * و أ غير متساويين، ويجب أن يـتمَ تطـوير المعادلة أو يجب استخدام أسلوب التنبؤ بالقوائم المالية.

خ */ م = خ = الخصوم

م = المبيعـات

خ */ م الزيادة التلقائية في الخصوم بناء علـى زيـادة المبيعات كنسبة مئوية من المبيعات.

خ */ م = (٦٠ جنيها = ١٤٠ جنياه)/ ٣٠٠٠ جنيـه = ٠,٠٦٦٧ وهكذا كل زيادة قدرها جنيه واحد في المبيعات تـوفر تمـويلاً تلقائيـا قـدره ٧ قـروش للخصـوم.

ومرَة أخرى، خ * = تمثل الخصوم التي تزيد تلقائيا.

وبالطبع فإن خ * أقل من إجمالي الخصوم = خ.

م ١ = إجمالي المبيعات المقدَرة للعام القادم.

لاحظ أن

م صفر = مبيعات السنة الماضية.

م١ لشركة باهر للصناعات المنزلية = ٣٣٠٠ ألف جنيه

Δ م = التغير في المبيعات = م١ – م صفر =

٣٣٠٠ ألف – ٣٠٠٠ ألف = ٣٠٠ ألف جنيـه لشـركة باهر.

ج = هامش الربح، أو ربحية الجنيه مبيعات

ج = هامش الربح، أو ربحية الجنيه مبيعات

ج = ١١٤ جنيها/ ٣٠٠٠ جنيه = ٠,٠٣٨

ل = نسبة الأرباح الموزَعة في صورة توزيعات نقديـة لحملة الأسهم العادية أو معدَل التوزيعات النقدية

ل = ٥٨ جنيها/ ١١٤ جنيها = ٠,٥٠٨٨

وبالتطبيق على المعادلة السابقة:

ح م ض = (أ*/ م) Δ م – (خ */ م) Δ م – ج م ١ (١ – ل٪).

ح م ض = ٠,٦٦٧ (Δ م) – ٠,٠٦٧ (Δ م) – ٠,٠٣٨ (م١) (١ – ٠,٥٠٩) = ٠,٦٦٧ × (٣٠٠ ألـف

جنيه) – ٠,٠٦٧ (٣٠٠ ألف جنيـه) – ٠,٠٣٨ (٣٣٠٠ ألف جنيه) (٠,٤٩١).

= ٢٠٠ ألف جنيه – ٢٠ ألف جنيه – ١٦٢ ألف جنيه = ١١٨ ألف جنيه.

مرَّة أخرى، بهدف زيادة المبيعات بقيمة قدرها ٣٠٠ ألف جنيه فإن المعادلة تقترح أن شركة باهر للصناعات المنزليـة يجب أن تقوم بزيادة الأصول بمقدار ٢٠٠ ألف جنيه. الزيادة الجديدة في الأصول يجب أن تُموَّل بطريقة مـا. ٢٠ ألـف جنيه سوف تُولد تلقائيا عن طريق زيـادة الخصـوم، بينمـا ٦٢ ألف جنيه سوف يتمُّ الحصول عليها عن طريق الأرباح المحتجزة، باقي المبلغ المتبقي ١١٨ ألف جنيه يجب أن يـتمَّ توفيره عن طريق مصادر التمويل الخارجية، وتجدر الإشارة إلى أن هذه القيمة تُعتبرُ قيمة تقريبية، وتختلف عـن القيمـة التي تمَّ تطويرها من خلال الجدول رقم (٤/٩).

أهم الفروض الخاصة بالمعادلة السابقة:

١- أن كل بند من بنود محفظة الأصول يجب أن يزيـد بنسبة مباشرة متساوية لزيادة المبيعات.

٢- أن بنود الخصوم تزيد تلقائيا بزيادة المبيعات، وبنفس المعدَّل.

٣- أن هامش الربح ومعدَّل التوزيعات النقدية نسب ثابتة.

ويتضح جليا أن الفروض السابقة من الصعب توافرها دائما؛ ولذلك فمن الصعب الاعتماد على المعادلة، ولن توفر دائما نتائج يمكن الاعتماد عليها.

ولهذا؛ يمكن استخدام المعادلة السابقة بصفة أوَّلية مبدئية؛ وذلك للحصول على تنبؤ مبدئي للاحتياجات المالية، وكوسيلة إضافية تساعد عند استخدام أسلوب التنبؤ بالقوائم المالية خاصة الميزانية العمومية التقديرية.

ملخَّص الفصل

ركز الفصل التاسع على وظيفة التخطيط والتنبؤ المالي كأحد الأساليب التي تساعد على ترشيد عملية اتخاذ القرارات المالية، وكذلك وسيلة من وسائل تقليل المخاطر المالية التي تواجهها الشركات خاصة خلال الفترات متوسطة وطويلة الأجل.

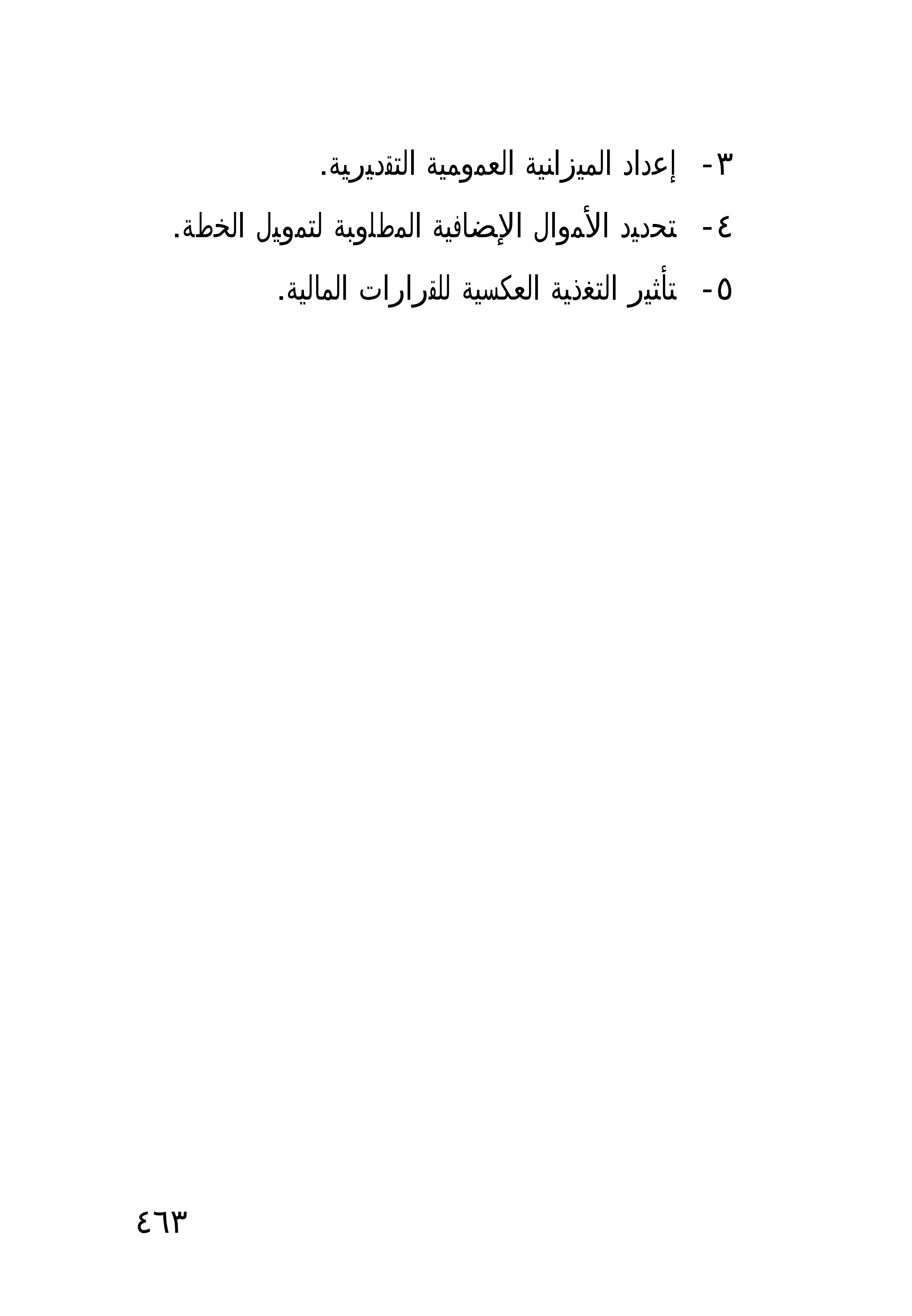
تمَ توضيح مفهوم الخطة الاستراتيجية والمفاهيم الأساسية لعمليات التخطيط الاستراتيجي مثل:

- مهمة الشركة.
- نطاق الشركة.
- أهداف الشركة.
- استراتيجيات الشركة.
- الخطط التشغيلية.

ناقش الفصل الأساليب المختلفة للتنبؤ بالخطط والقوائم المالية، خاصة:

١- التنبؤ بالمبيعات.

٢- إعداد قائمة الدخل التقديرية.



٣- إعداد الميزانية العمومية التقديرية.

٤- تحديد الأموال الإضافية المطلوبة لتمويل الخطة.

٥- تأثير التغذية العكسية للقرارات المالية.

الفصل العاشر

تمويل عمليات شراء وتأجير الأصول

"شراء أم تأجير الطائرة"

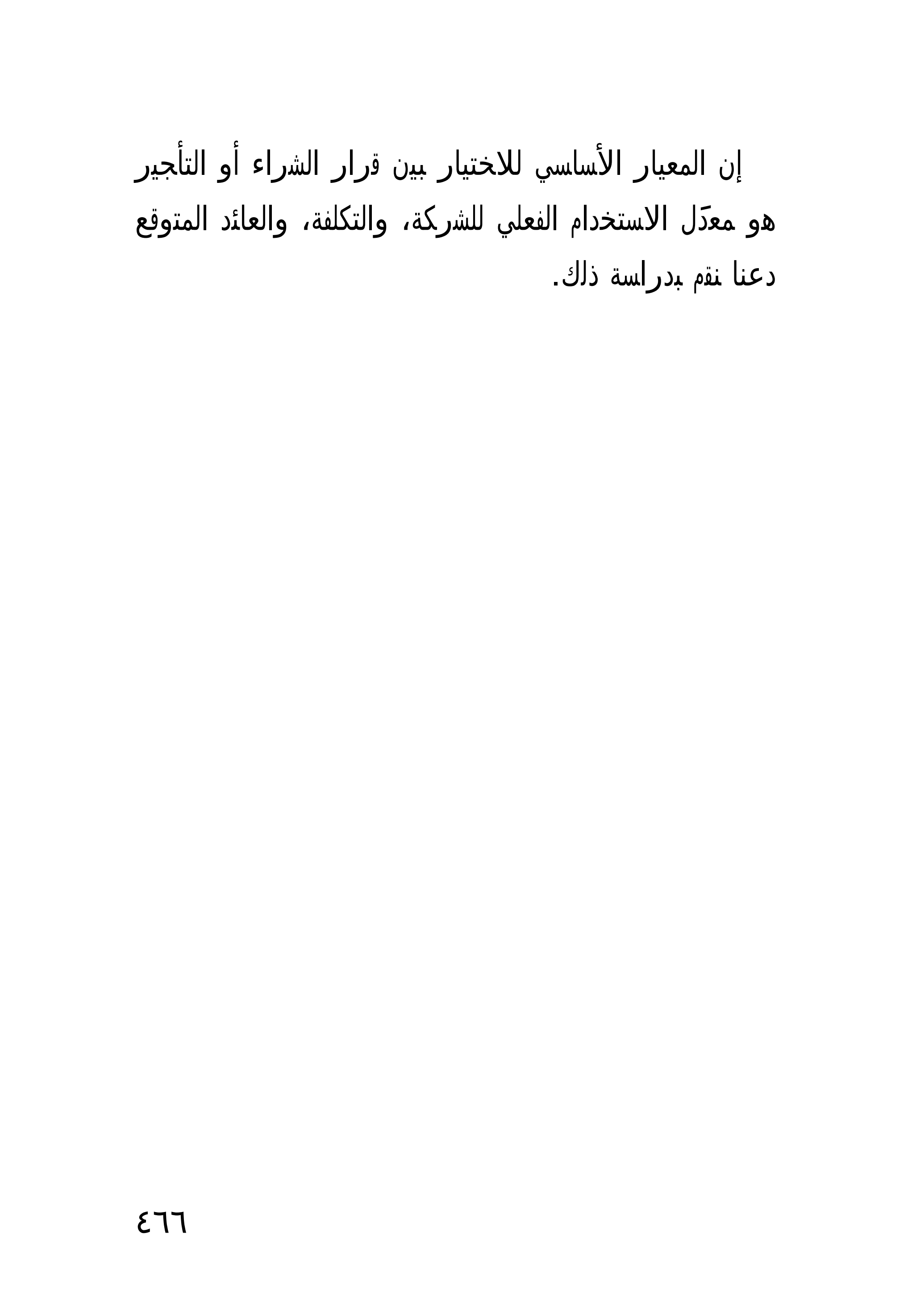
يواجه أشرف الكعبي مشكلة في الاختيار بين شراء طائرة صغيرة تنقل الركاب (حوالي ٢٥ راكبا فقط) بين مواقع عمليات التنقيب عن البترول وبين المركز الرئيسي بالمدينة، وهناك صعوبة حقيقية في نقل المهندسين والعمال الفنيين حيث يتطلب الطريق البري حوالي ٧ ساعات، بالإضافة إلى عدم وجود أي خدمات صيانة للسيارات بالطريق.

اقترح العاملون بالشركة شراء طائرة تنظم عملية نقل العاملين بين مواقع التنقيب عن البترول وبين المراكز الرئيسية بالمدن، ولكن المدير المالي فكر كثيرا في مجموعة من البدائل.

١- التعاقد مع إحدى شركات النقل الجوي الخاصة.

٢- تأجير إحدى الطائرات المستعملة مع توفير خدمات أخرى مثل الطيار، ومساعدي الطيار، وطيار بديل، وأماكن خدمة وتخزين وصيانة الطائرة، ومصاريف أخرى خاصة برخصة امتلاك الطائرة.

٣- شراء طائرة صغيرة ومواجهة نفس المشاكل الموجودة في البديل رقم (٢).



إن المعيار الأساسي للاختيار بين قرار الشراء أو التأجير هو معدَّل الاستخدام الفعلي للشركة، والتكلفة، والعائد المتوقع دعنا نقم بدراسة ذلك.

مقدِّمة

من القرارات المالية الهامة التي تواجه المدير المالي في أي مشروع، القرار الخاص بتوفير إحدى الآلات أو المعدات الهامة اللازمة لإحدى الإدارات مثل إدارة الإنتاج، والمطلوب منه المفاضلة بين مصادر التمويل المتاحة؛ وذلك لاختيار مصدر التمويل الأقل تكلفة، والذي يحقق أهداف الشركة.

وينحصر قرار المدير المالي في الاختيار بين عدة بدائل متاحة لشراء الأصل المطلوب:

١- شراء الأصل الجديد عن طريق الأموال الداخلية للمشروع (حق الملكية).

٢- الاقتراض لشراء الأصل الجديد.

٣- تأجير الأصل المطلوب شراؤه عن طريق شركات متخصصة مقابل إيجار دوري خلال فترة معينة.

والعنصر الأساسي للمفاضلة بين هذه البدائل هو صافي القيمة الحالية لتكلفة التمويل لكل بديل من البدائل المتاحة.

أنواع التأجير:-

تنقسم الأنواع الشائعة لعقود الإيجار إلى:-

أ- الإيجار التشغيلي Operating Lease

ب- الإيجار التمويلي Financial Lease

والشكل التالي يبين أهم الفروق بين الإيجـار التشـغيلي والتمويلي، وكذلك أهم أنواع الإيجار التمويلي:

Assets Leasing تأجير الأصول



التمويلي.

ب- التأجير مع شراء الأصل: Purchase Lease تأجير مـــع حـــق المســـتأجر في الشراء.

ت- البيـــع ثـــم التـــأجير Back Sole & Lease شـــركة تبيـــع أصـــلاً إلى شركة تأجير، وتحصل على ثمن البيع، ثم تستأجر الأصل من شركة التأجير.

مزايا التمويل التأجيري:

يتيح التمويل التأجيري كمصدر من مصادر التمويل العديد من المزايا للشركة المستأجرة وأهمها:

١- يستطيع المستأجر أن يقوم بتغيير التعاقد أو إلغائـه؛ وذلك لتأجير آلات ومعدات تنطوي على تكنولوجيـا حديثة.

٢- يتيح التمويل التأجيري حق اقتناء الأصل واستخدامه بدون اللجوء إلى مصادر الاقتراض أو زيـادة رأس المال.

٣- في بعض الأحيان قد يكون المصدر الوحيد المتـاح أمام بعض الشركات هو الإيجار؛ نظـرا لضـعف المركز المالي أو موقف السيولة بالنسبة للمشروع.

٤- قيام المشروع بإيجار الأصول يوفر بعض المميزات الضرائبية؛ حيث إن قسط الإيجار يتمُّ خصمه كاملاً من أرباح المنشأة للوصول إلى رقم صافي الأرباح الخاضعة للضرائب، بينما قد لا تتوافر هذه الميـزة في حالة شراء الأصل بالتقسيط أو دفعة واحدة.

٥- عادة يقوم المؤجر بتوفير خدمة الصيانة ومصاريف التشغيل؛ مما يقلل من احتمـالات تعطـل الآلات، وفي بعض الحالات يحصل المستأجر على خدمـة كاملـــة للصـــيانة والتشـــغيل مـــن المـــؤجر Full Service Lease Contract.

ويحقق التمويل التأجيري للمؤجر Lessor ميزة الحصول على هامش ربح مناسب نتيجة تأجير عدد كبير من الأصول

التي قد يصعب تسويقها بالبيع المباشر مع بقاء ملكيتها للمؤجر.

أهم المؤسسات المالية التي تقدم خدمة التمويل التأجيري:

١- الشركات التابعة للبنوك التجارية.

٢- بنوك الاستثمار.

٣- بيوت التمويل والاستثمار Finance Houses

٤- شركات تأجير المعدات.

٥- بعض المؤسسات المالية الأخرى.

تحليل قرار الإيجار والمفاضلة بين الإيجار والشراء:

للاختيار والمفاضلة بين قرار شراء الأصل والإيجار يجب أن يحسبَ صافي القيمة الحالية لتكلفة كل قرار؛ واختيار البديل الذي يحقق أقل تكلفة تمويل.

حالة الشركة العربية للبترول:

ترغب الشركة العربية للبترول في شراء آلة حفر جديدة قيمتها ١٠,٠٠٠ دولار ومتاح أمامها البدائل التالية:

١- **البديل الأول:** شراء آلة الحفر من الأموال الداخليـة للشركة، ودفع ثمن الشراء عند التعاقد والاستلام.

٢- **البديل الثـاني:** استئجار الآلة لفترة قدرها ٥ سنوات بقسط سنوي قدره ٢٠,٨٠٠ دولار، وبشرط سـداد القسط الأول فورا عند التعاقد والاستلام للاستخدام.

وبفرض أن الشركة ترغب في تحقيق عائد قدره ١٢٪

ويواجه المدير المالي موقف شـراء الآلـة فـي ضـوء مجموعة من المتغيرات الأخرى التي تتغير حسب كل موقف نورد منها الحالات التالية:

الحالة الأولى:

عدم قيام الشركة بدفع أي ضرائب على الأربـاح التجاريـة والصناعية

في هذه الحالة نقوم بمقارنة القيمة الحالية لتكلفة الإيجـار مع تكلفة السداد النقدي الفوري.

أ- تكلفة السداد الفوري من المـوارد الذاتيـة ١٠,٠٠٠ دولار.

ب-تكلفة الإيجار: تحسـب القيمـة الحاليـة للتـدفقات الخارجية خلال الخمس سنوات.

السنة	التدفقات النقدية الخارجية للإيجار	القيمة الحالية للجنيه عند معدّل خصم ١٢٪	صافي القيمة الحالية للتدفقات الخارجية
فـي بدايـة العقد	٢٠,٨٠٠	$\frac{1}{(1+0.12)^{0}}$ = ١	٢٠,٨٠٠
نهاية السـنة الأولى	٢٠,٨٠٠	$\frac{1}{(1+0.12)^{1}}$ = ٠,٨٩٣	١٨٥٧٤,٤
نهاية السـنة الثانية	٢٠,٨٠٠	$\frac{1}{(1+0.12)^{2}}$ = ٠,٧٩٧	١٦٥٧٧,٦
نهاية السـنة الثالثة	٢٠,٨٠٠	$\frac{1}{(1+0.12)^{3}}$ = ٠,٧١٢	١٤٨٠٩,١
نهاية السـنة	٢٠,٨٠٠	$\frac{1}{(1+0.12)^{4}}$	١٣٢٢٨,٨

الرابعة		٠,٦٣٦ =	
مجموع صافي التـدفقات النقديـة الخارجـة (تكلفـة الإيجار)			٨٣٩٩٠,٤

تُستخرَجُ من جدول القيمة الحالية لجنيه واحد مستثمر سنويا.

تكلفة الشراء الفوري ١٠٠,٠٠٠ دولار

وتكلفة الإيجار ٨٣٩٩٠,٤ دولار

الأفضل هو الحصول على الآلة عن طريق الإيجار

الحالة الثانية:

أن تقوم الشركة بسداد ضرائب الأرباح التجارية والصناعية بمعدَّل ٥٠٪ على صافي الأرباح، ويتحقق لها في هذه الحالة إعفاء ضريبي على الجزء من الأقساط أو ثمن الشراء الـذي سيخصمُ من الأموال الخاضعة للوعاء الضريبي، إذا تمَّ شراء الآلة فسيتمُ تمويلها عن طريق حق الملكية مع عدم اللجـوء إلى القروض.

في هذه الحالة جميع المدفوعات ستكون خاضعة للخصم الضريبي؛ وبالتالي فإن التكلفة بعد الضرائب لمدفوعات الشراء أو الإيجار ستكون نصف القيمة في الحالة السابقة.

مرّة أخرى قانون الشركات يعطي إعفاء ضريبيا عن هذه المدفوعات؛ وذلك لأنها تدخل ضمن المصروفات التي تُخصمُ من صافي الأرباح قبل خصم ٥٠٪ وذلك كأرباح تجارية وصناعية.

وفي حقيقة الأمر فإن الإعفاء الضريبي لا يساوي ٥٠٪؛ وذلك لأن الاستفادة منه ستتأخر لمدّة عام ولكن له تأثير واحد على سعر الشراء، وعلى مدفوعات الإيجار.

مقارنة قرار التأجير بقرار الاقتراض: حالة شركة الطاهرة للمقاولات

ترغب شركة الطاهرة للمقاولات في شراء أحد الأوناش اللازمة لبناء الأبراج متعددة الطوابق، تكلفته في حالة الشراء النقدي ١٠٠,٠٠٠ دولار، ويفاضل المدير المالي بين قرار الإيجار أو الاقتراض لشراء الأصل:

البديل الأول: الاقتراض لشراء الأصل:

- يستطيع المدير المالي الحصول على قـرض لشـراء الونش، وسداد قسط ثابت سنوي مقابل أصل القـرض والفوائد ومقدارها ١٩,٨٧٠ دولار لمدَة ٧ سنوات.
- يستطيع المدير المالي بيع الونش بعد ٧ سنوات بمقدار ٢٠٠٠ دولار.
- تتحمل الشركة مصاريف صيانة وإصلاح سنوية قدرها ٧٤٠٠ دولار.
- تكلفة الإقراض السائدة في السوق ١٠٪.

البديل الثاني: استئجار الأصل:

تستطيع الشـركة اسـتئجار الأصـل لمـدَة ٧ سـنوات - وهي العمر الإنتاجي للونش- وذلك مقابل قيمة إيجاريـة سنوية قدرها ٢٩,٤٠٠ دولار شـاملة مصـاريف الصـيانة وخدمات الإصلاح.

المطلوب: أي هـذين البـديلين أقـل تكلفـة بالنسـبة للمشروع؟

أولاً: القيمة الحالية الصافية للتدفقات النقديـة الخارجيـة في حالة الشراء:

يلاحظُ أن استخدام القرض لشراء الأصل سـوف يكلـف الشركة تدفقات نقدية سنوية خارجية تتمثل في:

١- القسط السنوي للقرض.

٢- مصاريف الصيانة.

٣- سيحصل المشروع على قيمة الآلة بعد انتهاء عمرها الإنتاجي بعد سبع سنوات.

السنوات	قسط القرض	م. إصلاح وصيانة	الجملة	صافي القيمة الحالية للدولار ١٠٪	صافي القيمة الحالية للتدفقات
١	١٩,٨٧٠	٧٤٠٠	٢٧,٢٧٠	٠,٩٠٩	٢٤,٧٨٨
٢	١٩,٨٧٠	٧٤٠٠	٢٧,٢٧٠	٠,٨٢٦	٢٢,٥٢٥
٣	١٩,٨٧٠	٧٤٠٠	٢٧,٢٧٠	٠,٧٥١	٢٠,٤٨٠
٤	١٩,٨٧٠	٧٤٠٠	٢٧,٢٧٠	٠,٦٨٣	١٨,٦٢٥
٥	١٩,٨٧٠	٧٤٠٠	٢٧,٢٧٠	٠,٦٢١	١٦,٩٣٥
٦	١٩,٨٧٠	٧٤٠٠	٢٧,٢٧٠	٠,٥٦٤	١٥,٣٨٠

٧	١٩,٨٧٠	٧٤٠٠	٢٧,٢٧٠	٠,٥١٣	١٣,٩٩٠
٨	قيمة الآلة في نهاية الفترة		٢٠٠٠	٠,٥١٣	(١٠٢٦)

- صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية في حالة الشراء =

مجموع صافي التدفقات النقدية المدفوعة – إيراد الآلة في آخر سنة.

١٣٢,٧٢٣ – ١٠٢٦ = ١٣١,٦٩٧ دولارا

ثانيا: القيمة الحالية الصافية للتدفقات الخارجية في حالة الإيجار:

السنة	القسط	القيمة الحالية للدولار عند معدّل ١٠٪	صافي القيمة الحالية للتدفقات
١	٢٩,٤٠٠	٠,٩٠٩	٢٦,٧٢٥
٢	٢٩,٤٠٠	٠,٨٢٦	٢٤,٢٨٤
٣	٢٩,٤٠٠	٠,٧٥١	٢٢,٠٧٩
٤	٢٩,٤٠٠	٠,٦٨٣	٢٠,٠٨٠
٥	٢٩,٤٠٠	٠,٦٢١	١٨,٢٥٧
٦	٢٩,٤٠٠	٠,٥٦٤	١٦,٥٨٢
٧	٢٩,٤٠٠	٠,٥١٣	١٥,٠٨٢

صافي التدفقات النقديـة لتكلفـة الإيجـار = ١٤٣,٠٨٩ دولارا

صافي التدفقات النقديـة لتكلفـة الشـراء عـن طريـق الاقتراض = ١٣١,٦٩٧ دولارا

يفضل أن يتمَ شراء الآلة عن طريـق الاقتـراض بـدلاً من اللجوء لقرار الإيجار.

تحديد قيمة الدفعـة الإيجاريـة فـي حالـة الإيجـار: (وجهة نظر الشركة المؤجرة).

تقوم شركة تـأجير المعـدات والآلات بتحديـد الدفعـة الإيجارية للآلة؛ وذلك بناء على سعر الشراء، فترة الإيجـار والعمر الإنتاجي للأصل، بالإضافة إلى معدَل العائـد الـذي ترغب الشركة المؤجرة في تحقيقه.

وتُستخدَمُ المعادلة التالية؛ وذلك لحسـاب قسـط الدفعـة السنوية:

القيمة الإيجارية السنوية =	تكلفة شراء الأصل
	معامل القيمة الحالية (حسب معدُل الأرباح المطلوب)

ويتمُّ الحصول على هذا المعامل من جداول القيمة الحالية لجنيه واحد مستثمر لعدَّة سنوات.

مثال:

إذا كانت قيمة الآلـة ٨٠,٠٠٠ دولار، ومـدَّة الإيجـار ٦ سنوات، ومعدَّل الربح المطلوب ١٣٪.

القيمـــة الإيجاريـــة الســـنوية = $\frac{80000}{3998}$ = ٢٠,٠١٠ دولارات سنويا لمدَّة ٦ سنوات.

عقود تمويـل الأصـول عـن طريـق المشـاركة Mosharaka (Profit sharing) :

عقود التمويل بالمشاركة إحدى صور توظيـف الأمـوال بالبنوك الإسلامية، وهي عبارة عن عقد بين البنك وعميـل الاستثمار؛ بمقتضى هذا العقد يتمُّ الاتفاق علـى المشـاركة في رأس المال بنسب محدَّدة، على أن يقوم العميل بالإدارة، ويتمُّ اقتسام الأرباح فيما بينهم بنسبة مشـاركة كـل شـريك في رأس المال خلال فترة محدَّدة.

ويتم حساب وتوزيع الأرباح الفعلية المتحققة؛ وذلك على النحو التالي:

أولاً: حصة الشريك الذي قـام بـالإدارة والإشـراف بنـاء على النسبة المحددة سلفًا في عقد الشركة.

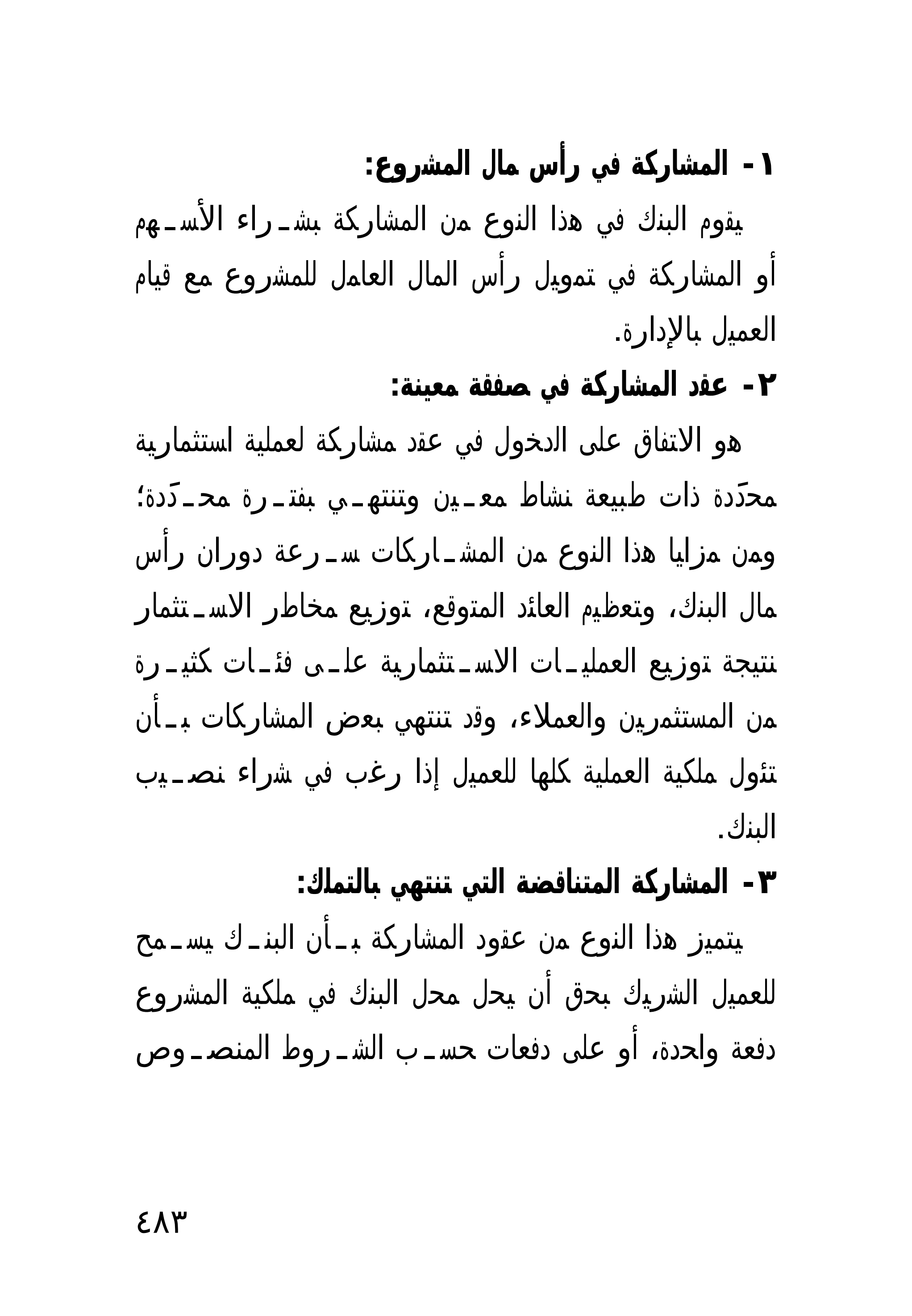
ثانيا: توزيع باقي الأرباح بين البنك والشـريك أو العميـل المستثمر بناء على نسب المساهمة في رأس المال.

ثالثًا: في حالة الخسارة، تُوزَّع الخسارة بنسـب المشـاركة في رأس المال فقط، ولا يتحمل ربُّ العمل أي جـزء من الخسارة إلا إذا ثبت تقصيره.

ويطلَقُ على عقود المشاركة (شركة العنـان) ويشـترَطُ فيها أن يكون رأس المال من النقود والأثمان، مع ضـرورة كتابة وإعلام قيمة راس المال مـع جـواز أن ينفـرد أحـد الشركاء بالعمل مع الاشتراك في الـربح بنسـب متسـاوية أو مختلفة حسب رأس المال.

أنواع عقود المشاركة:

يمكن للبنك الإسلامي تطبيق عقود المشاركة حسب الثلاث طرق التالية:



١- المشاركة في رأس مال المشروع:

يقوم البنك في هذا النوع من المشاركة بشـراء الأسـهم أو المشاركة في تمويل رأس المال العامل للمشروع مع قيام العميل بالإدارة.

٢- عقد المشاركة في صفقة معينة:

هو الاتفاق على الدخول في عقد مشاركة لعملية استثمارية محدَّدة ذات طبيعة نشاط معـين وتنتهـي بفتـرة محـدَّدة؛ ومن مزايا هذا النوع من المشـاركات سـرعة دوران رأس مال البنك، وتعظيم العائد المتوقع، توزيع مخاطر الاسـتثمار نتيجة توزيع العمليـات الاسـتثمارية علـى فئـات كثيـرة من المستثمرين والعملاء، وقد تنتهي بعض المشاركات بـأن تئول ملكية العملية كلها للعميل إذا رغب في شراء نصـيب البنك.

٣- المشاركة المتناقضة التي تنتهي بالتملك:

يتميز هذا النوع من عقود المشاركة بـأن البنـك يسـمح للعميل الشريك بحق أن يحل محل البنك في ملكية المشروع دفعة واحدة، أو على دفعات حسـب الشـروط المنصـوص

عليها في التعاقد، وبالشكل الذي يكفل استخدام عائد المشاركة في سداد حصة البنك.

أمثلة وحالات عملية عن عقود المشاركة

١- حالة بنك فيصل

قام بنك فيصل الإسلامي بتوقيع عقد مشاركة لشراء ٣٠٠٠ جوال طحين مع المخبز العربي الحديث بمبلغ ١,٦٠٠,٠٠٠ دولار يشارك فيها البنك بمبلغ مليون دولار والمخبز العربي الحديث بمبلغ ٦٠٠ ألف دولار.

- مدَة المشاركة ثلاثة شهور.
- يقوم عميل البنك بالإدارة نظير ٢٠٪ من الأرباح الفعلية.
- يوزَع باقي الربح بين البنك والعميل بنسبة المشاركة في التمويل.

المطلوب: إذا عِلِمَ أن الأرباح الفعلية المحققة ٣٢ ألف دولار فما هو العائد الصافي للبنك وللعميل.

حل حالة بنك فيصل الإسلامي

أولاً: نصيب العمل في الإدارة = ٢٠٪ من الأرباح الفعلية المحققة.

$$= \frac{20 \times 3200}{100}$$ = ٦٤٠٠ دولار.

ثانيا: نصيب البنك في الأرباح:

يتحدَّد على أساس نسبة المساهمة في رأس المال في ضوء:

= نسبة المساهمة في رأس المال × نسبة توزيع الأرباح بعد خصم نصيب الإدارة.

نسبة المساهمة في رأس المال للبنك =

$$= \frac{1.000 .000}{1.600 .000}$$ × ١٠٠ = ٦٣,٥٪

- نسبة توزيع الأرباح بعد خصم نصيب الإدارة = ١٠٠٪ - ٢٠٪ = ٨٠٪
- نسبة نصيب البنك في الأرباح = ٥,٦٢٪ × ٨٠٪ = ٥٠٪

- نصـيب البنـك فـي الأربـاح الفعليـة =

$$\frac{50 \times 32.000}{100}$$ = ١٦,٠٠٠ دولار

ثالثا: نصيب العميل من الأرباح نظير نسبة التمويل:

- نسبة مساهمة العميل في رأس المال=

$$\frac{600.000}{1.600.000}$$ × ١٠٠ = ٣٧,٥٪

- نسبة نصيب العميل في الأرباح = ٣٧,٥٪ × ٨٠٪ = ٣٠٪

- نصيب العميل في الأرباح الفعلية كمشارك فـي رأس المال = $$\frac{30 \times 3200}{100}$$ = ٩٦٠٠ دولار.

- إجمالي نصيب المخبز العربي الحديث من صافي الربح = نصيبه نظير الإدارة + نصيبه كمشارك في التمويل

٦٤٠٠ + ٩٦٠٠ = ١٦,٠٠٠ دولار

حالة بنك دبي الإسلامي وشركة العربي للحاسبات الآلية

عقد بنك دبي الإسلامي مشـاركة مـع شـركة العربـي للحاسبات الآلية لشراء ١٠٠٠ جهاز حاسـب آلـي ثمـن الوحدة ١٠,٠٠٠ درهم.

فإذا علمت أن نسبة مساهمة البنك في التمويل ٦٠٪

نسبة مساهمة العميل في التمويل ٤٠٪

مدَة المشاركة ٦ شهور

شركة العربي تقوم بالإدارة نظير ٣٠٪ من الأرباح الفعلية

تُوزَع باقي الأرباح بنسبة المشاركة في التمويل.

صافي أرباح صفقة المشاركة بعـد بيـع جميـع وحـدات الحاسبات الآلية ٢,٠٠٠,٠٠٠ درهم.

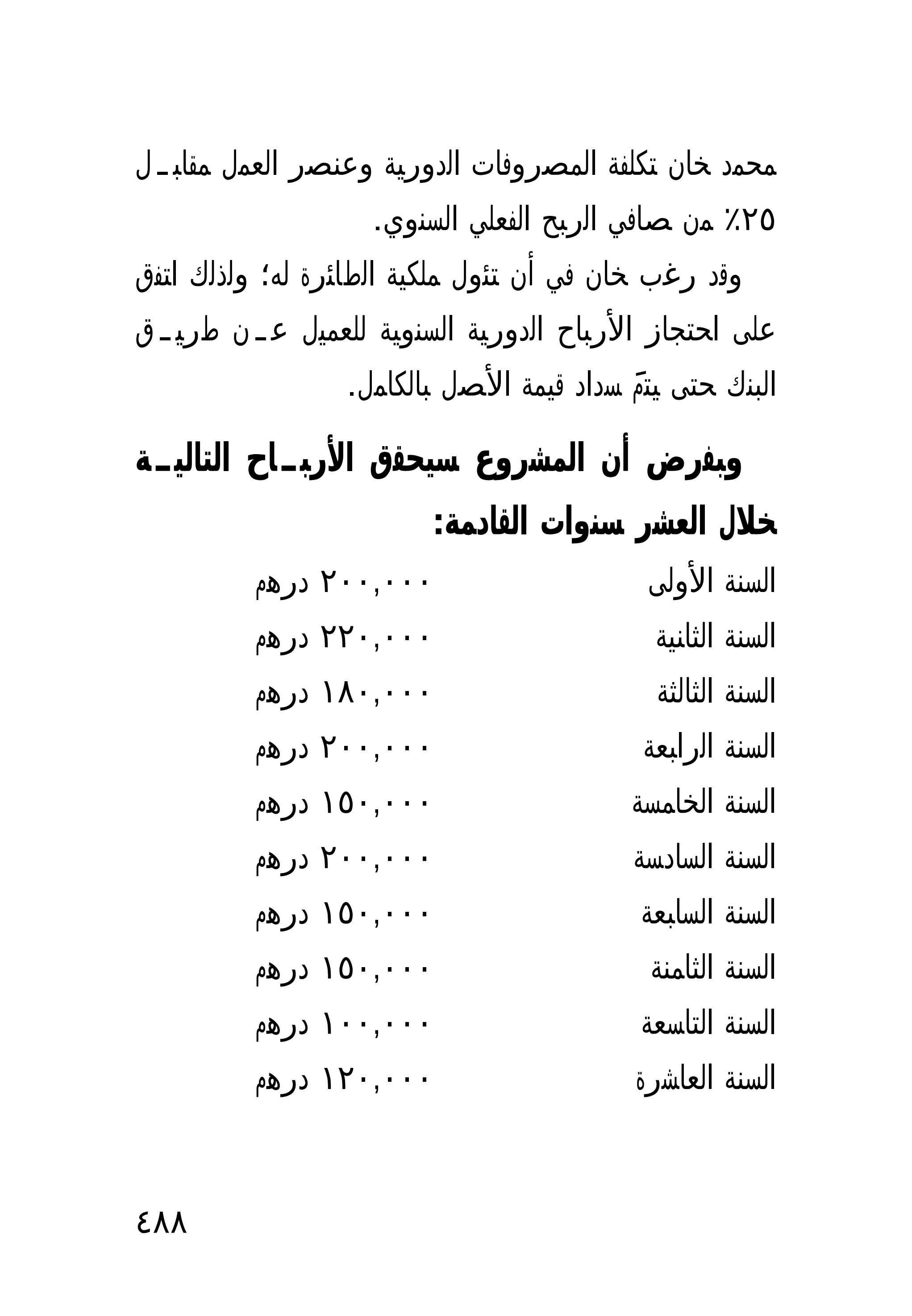
المطلوب: احسب صافي أرباح بنك دبي الإسلامي، وصافي أرباح شركة العربي.

تطبيق على المشاركة التي تنتهي بالتملك

حالة بنك دبي الإسلامي ومحمد خان

اتفق محمد خان مع بنك دبي الإسلامي على شراء طائرة لرش المبيدات الحشرية لمزارع منطقة العين؛ على أسـاس أن هناك ندرة في مثل هذه الخدمة، وتوافر خبرة جيدة لـدى محمد خان في استخدام وقيادة الطـائرات المروحيـة التـي تُستخدَمُ في هذا الغرض.

تمَ الاتفاق على شراء طائرة مروحيـة مسـتعملة بمبلـغ ١,٠٠٠,٠٠٠ درهم على نفقة البنك، وأُتفِقَ على أن يتحمـل

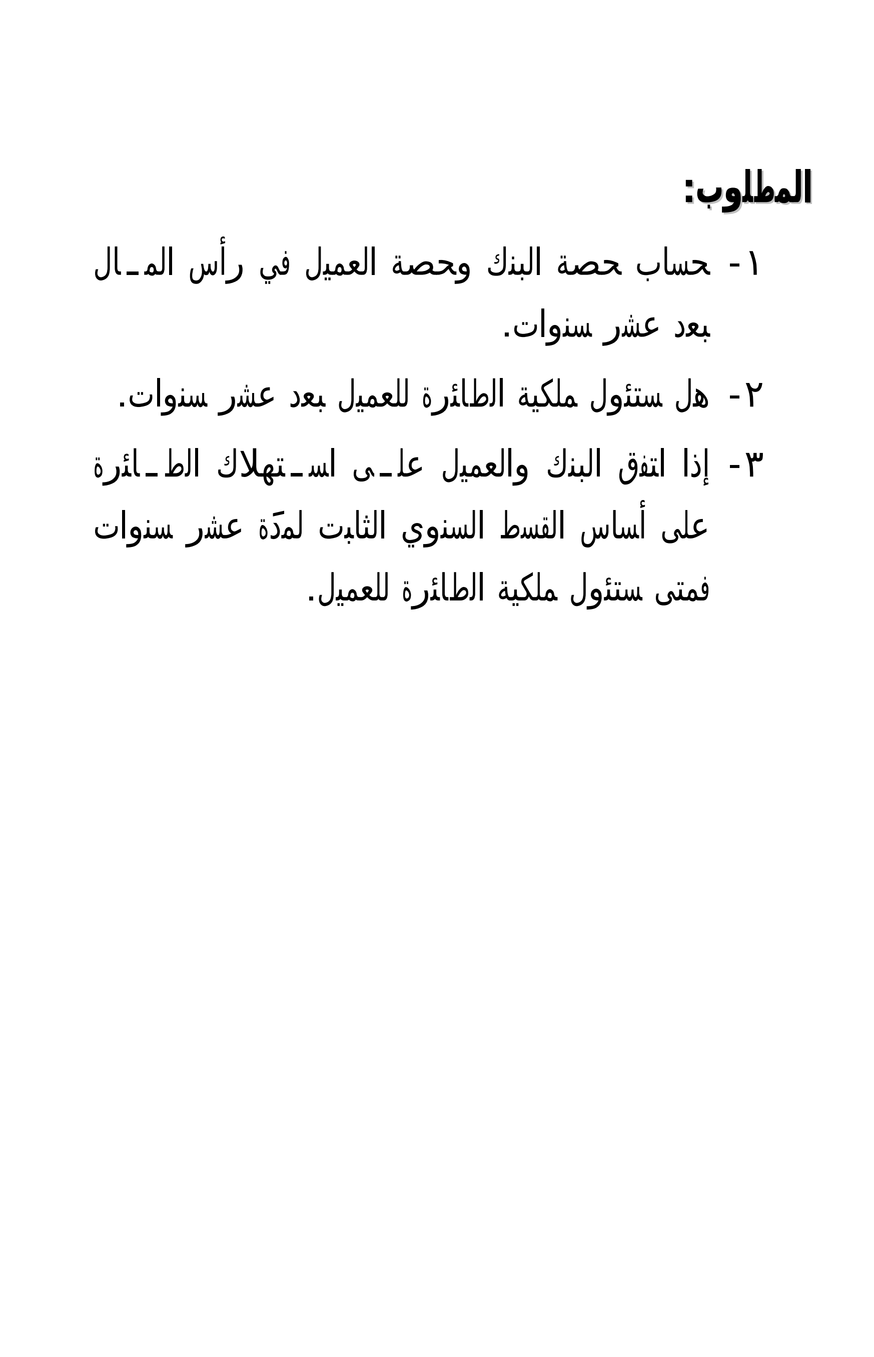


محمد خان تكلفة المصروفات الدورية وعنصر العمل مقابـل ٢٥٪ من صافي الربح الفعلي السنوي.

وقد رغب خان في أن تئول ملكية الطائرة له؛ ولذلك اتفق على احتجاز الأرباح الدورية السنوية للعميل عـن طريـق البنك حتى يتمَ سداد قيمة الأصل بالكامل.

وبفرض أن المشروع سيحقق الأربـاح التاليـة خلال العشر سنوات القادمة:

السنة الأولى	٢٠٠,٠٠٠ درهم
السنة الثانية	٢٢٠,٠٠٠ درهم
السنة الثالثة	١٨٠,٠٠٠ درهم
السنة الرابعة	٢٠٠,٠٠٠ درهم
السنة الخامسة	١٥٠,٠٠٠ درهم
السنة السادسة	٢٠٠,٠٠٠ درهم
السنة السابعة	١٥٠,٠٠٠ درهم
السنة الثامنة	١٥٠,٠٠٠ درهم
السنة التاسعة	١٠٠,٠٠٠ درهم
السنة العاشرة	١٢٠,٠٠٠ درهم



المطلوب:

١- حساب حصة البنك وحصة العميل في رأس المـال بعد عشر سنوات.

٢- هل ستئول ملكية الطائرة للعميل بعد عشر سنوات.

٣- إذا اتفق البنك والعميل علـى اسـتهلاك الطـائرة على أساس القسط السنوي الثابت لمدَة عشر سنوات فمتى ستئول ملكية الطائرة للعميل.

حلُّ حالة بنك دبي الإسلامي ومحمد خان

أولاً: حل الحالة بدون حساب قسط الإهلاك

س	رأس مال البنك	العميل	ربح فعلي	٧٥٪ رأس المال	أرباح رأس المال		٢٥٪ ربح	إجمالي
					للبنك	للعميل	رب العمل	**ربح خان**
١	١٠٠٠٠٠٠	صفر	٢٠٠٠٠٠	١٥٠٠٠٠٠	١٥٠٠٠٠	صفر	٥٠٠٠٠	٥٠٠٠٠
٢	٩٥٠٠٠٠	٥٠٠٠٠	٢٢٠٠٠٠	١٦٥٠٠٠	١٥٦٧٥٠	٨٢٥٠	٥٥٠٠٠	٦٣٢٥٠
٣	٨٨٦٧٥٠	١١٣٢٥٠	١٨٠٠٠٠	١٣٥٠٠٠	١١٩٧١١	١٥٢٨٩	٤٥٠٠٠	٦٠٢٨٩
٤	٨٢٦٤٦١	١٧٣٥٣٩	٢٠٠٠٠٠	١٥٠٠٠٠	١٢٣٩٦٩	٢٦٠٣١	٥٠٠٠٠	٧٦٠٣١
٥	٧٥٠٤٣٠	٢٤٩٥٧٠	١٥٠٠٠٠	١١٢٥٠٠	٨٤٤٢٣	٢٨٠٨٨	٣٧٥٠٠	٦٥٥٧٧
٦	٦٨٤٨٥٣	٣١٥١٤٧	٢٠٠٠٠٠	١٥٠٠٠٠	١٠٢٧٢٨	٤٧٢٧٢	٥٠٠٠٠	٩٧٢٧٢
٧	٥٨٧٥٤١	٤١٢٤١٩	١٥٠٠٠٠	١١٢٥٠٠	٦٦١٠٣	٤٦٣٩٧	٣٧٥٠٠	٨٣٨٩٧
٨	٥٠٣٦٨٤	٤٩٦٣١٦	١٥٠٠٠٠	١١٢٥٠٠	٥٦٦٦٤	٥٥٨٣٦	٣٧٥٠٠	٩٣٣٣٦
٩	٤٠٣٤٨	٥٨٩٦٥٢	١٠٠٠٠٠	٧٥٠٠٠	٣٠٧٧٦	٤٤٢٢٤	٢٥٠٠٠	٦٩٢٢٤
١٠	٣٤١١٣٤	٦٥٨٨٧٦	١٢٠٠٠	٩٠٠٠٠	٣٠٧٠١	٥٩٢٩٩	٣٠٠٠٠	٥٦٢٩٩

ملخَّص الفصل

ناقش هذا الفصل القرارات المالية الخاصـة بالاسـتثمار الرأسمالي التي يواجهه المدير المالي، وتحتاج إلى المفاضلة بين مصادر التمويل المتاحة لاختيار مصدر التمويل الأقـل تكلفة.

وقد تمَ تعريف القارئ بكيفية المفاضلة بين قرار الشـراء وقرار الإيجار لبعض الأصول الرأسمالية، تمَ أيضا توضيح وشرح الفرق بين الإيجار التشغيلي والإيجار التمويلي.

يقدم خدمة التمويل التأجيري العديد من المؤسسات المالية مثل: بنوك الاستثمار، بيوت التمويـل، شـركات التمويـل التأجيري، وشركات الاستثمار.

تناول الفصل شرح وتقـديم لمفهـوم تمويـل الأصـول الرأسمالية عن طريق المشاركة كأحد صور التمويـل التـي تقدمها البنوك الإسلامية، وقد تمَ التركيز على المشاركة التي تنتهي بالتملك كأحد بدائل التمويل التأجيري.

حالات الفصل العاشر

شركة الإلكترونات الحديثة:

قرَّرت شركة الإلكترونيات الحديثة شراء آلة تبلغ تكلفة شرائها حاليا بالسوق ٢٠٠,٠٠٠ دولار وعمرها الإنتاجي ٥ سنوات، وأمام المدير المالي للمنشأة البدائل التالية لتمويل عملية الحصول على هذه الآلة:

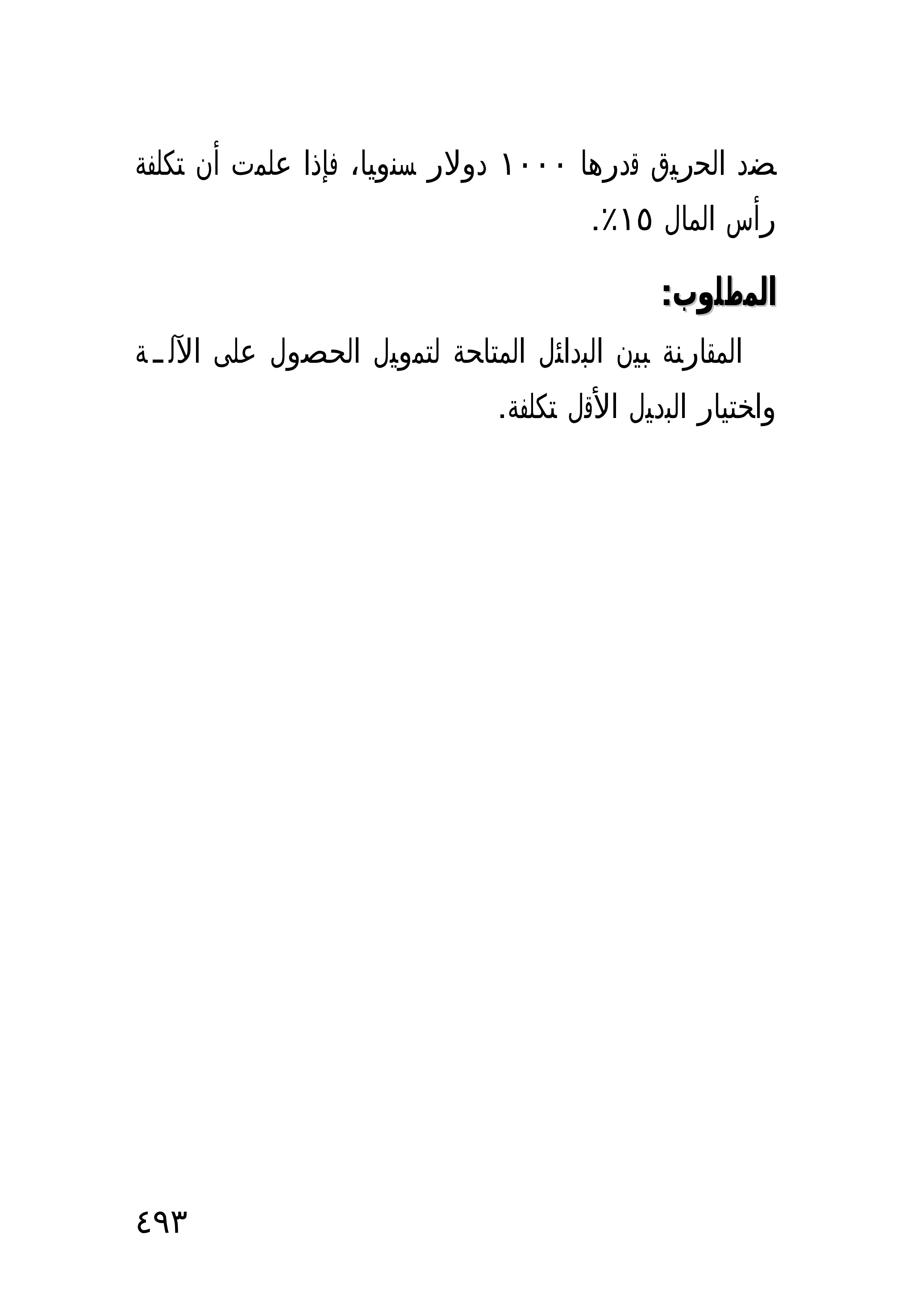
البديل الأول:

اقتراض المبلغ اللازم لشراء الآلة على أن يقوم بسداد هذا القرض على أقساط متساوية لمدَّة ٥ سنوات يغطي قيمة القسط (قسط القرض وفوائده) ٥٢,٠٠٠ دولار علما بأن الشركة ستتحمل في هذه الحالة مصاريف صيانة وتشغيل سنوية قدرها ٢٠٠٠ دولار.

ويقدر المدير المالي أن الشركة يمكن أن تبيع الأصل بعد انتهاء العمر الإنتاجي بمبلغ ٥٠٠٠ دولار.

البديل الثاني:

الحصول على الآلة عن طريق التمويل التأجيري مقابل أقساط ثابتة سنويا قدرها ٥٦,٠٠٠ دولار، ومصاريف تأمين



ضد الحريق قدرها ١٠٠٠ دولار سنويا، فإذا علمت أن تكلفة رأس المال ١٥٪.

المطلوب:

المقارنة بين البدائل المتاحة لتمويل الحصول على الآلـة واختيار البديل الأقل تكلفة.

جدول الحل

حالة شركة الإلكترونيات الحديثة

تقييم البديل الأول: الاقتراض وشراء الأصل

القيمة الحالية لتكلفة الأصل في حالة الاقتراض والشراء

السنوات	القسط السنوي للقرض وفوائده	م. صيانة وتشغيل	إجمالي تدفقات خارجية	القيمة الحالية للدولار عند معدل ١٥٪	صافي القيمة الحالية
١					
٢					
٣					
٤					
٥					
٦					

مجموع صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية فـي حالـة الاقتراض والشراء = مجموعة صـافي التـدفقات النقديـة المدفوعة – القيمة الحالية لصافي إيراد الآلة في آخر العام

=

=

=

∴ تكلفة الشراء عن طريق الاقتراض =

=

تقييم البديل الثاني: استخدام أسلوب التمويـل التـأجيري القيمة الحالية الصافية للتدفقات النقدية الخارجية فـي حالـة الإيجار.

السنوات	القسـط السنوي للقرض وفوائده	م. صيانة وتشغيل	إجمالي تدفقات خارجية	القيمـة الحالية للدولار عنـد معـدَل ١٥٪	صـافي القيمـة الحالية
١					

٢					
٣					
٤					
٥					
٦					

=

=

=

∴ تكلفة الإيجار =

∴ تكلفة الاقتراض =

∴ تكلفة الأفضل هو =

"حالة بنك فيصل الإسلامي ومطبعة النهار"

قام بنك فيصل الإسلامي بالاتفاق مـع مطبعـة النهـار على المشاركة في شـراء طابعـة أوفسـت جديـدة لطبـع احتياجات السوق المحلي، بالشروط التالية:

١- تستحق المطبعة ٣٠٪ من صافي الأربـاح الفعليـة المتوقعة نظير الإدارة.

٢- يقوم المصرف بسداد قيمة المطبعة بالكامـل عنـد التعاقد (التكلفة الفعلية للطابعة ٢,٥٠٠,٠٠٠ درهم).

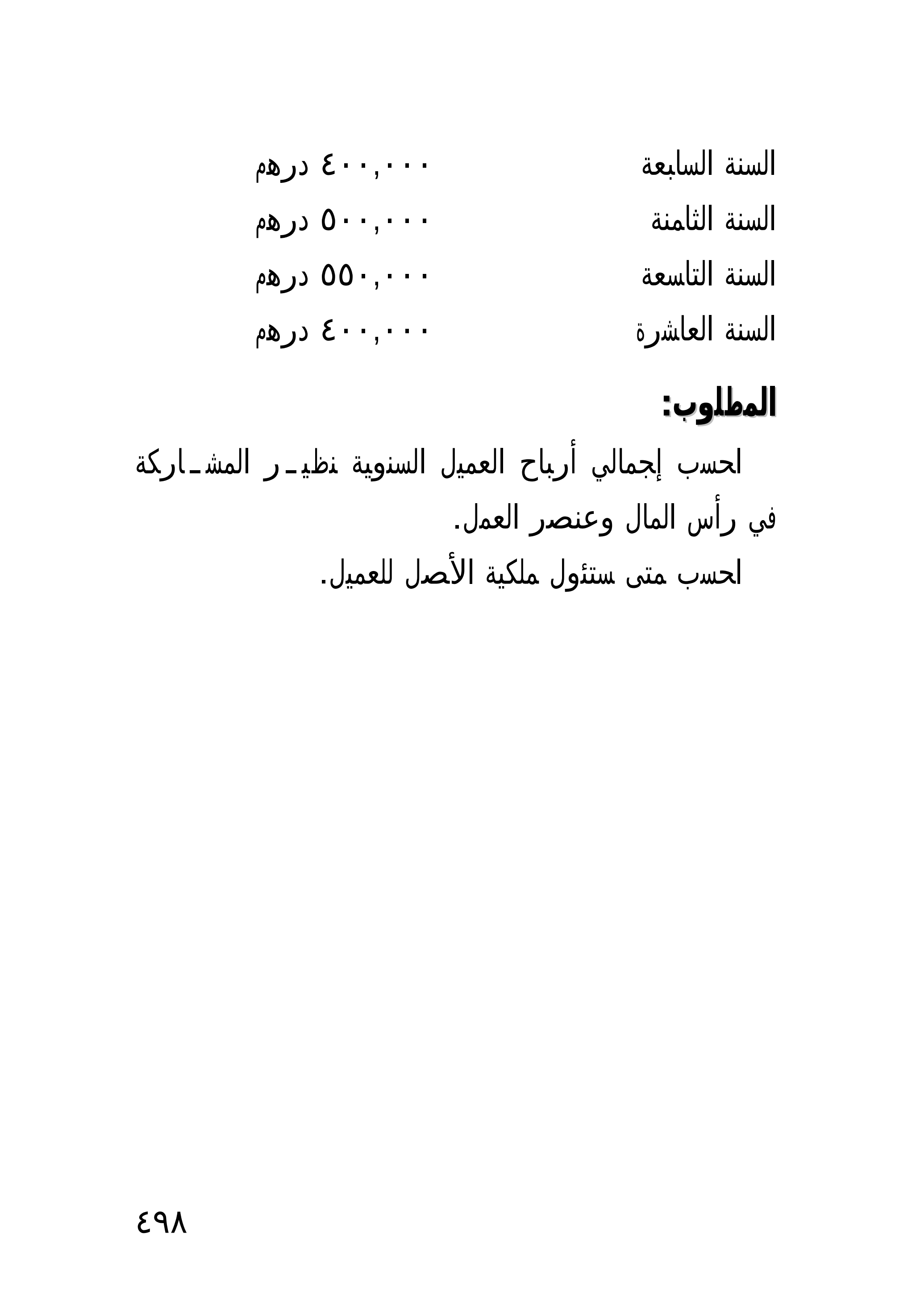
٣- بشرط ثبات قيمة الأصـل خـلال فتـرة التعاقـد، فقد اتفق الطرفان على أن تكون المشاركة متناقصة على أن يقوم العميل بالسداد على أساس ما يلي:

- سداد حصة دورية سنوية مقدارها ٢٠٠,٠٠٠ درهـم ابتداء من السنة الثانية كحصة للمشاركة في قيمـة الأصـل وحتى يمتلك العميل الطابعة.

- احتجاز الأرباح الدورية السنوية للعمل عـن طريـق البنك حتى يتمَ سداد الأصل بالكامل.

وبفرض أن المشروع يتوقع أن يحقق أرباحا خلال العشر سنوات كالتالي:

السنة الأولى	٥٠٠,٠٠٠ درهم
السنة الثانية	٤٥٠,٠٠٠ درهم
السنة الثالثة	٤٠٠,٠٠٠ درهم
السنة الرابعة	٤٥٠,٠٠٠ درهم
السنة الخامسة	٥٠٠,٠٠٠ درهم
السنة السادسة	٦٠٠,٠٠٠ درهم



السنة السابعة	٤٠٠,٠٠٠ درهم
السنة الثامنة	٥٠٠,٠٠٠ درهم
السنة التاسعة	٥٥٠,٠٠٠ درهم
السنة العاشرة	٤٠٠,٠٠٠ درهم

المطلوب:

احسب إجمالي أرباح العميل السنوية نظيـر المشـاركة في رأس المال وعنصر العمل.

احسب متى ستئول ملكية الأصل للعميل.

الفصل الحادي عشر

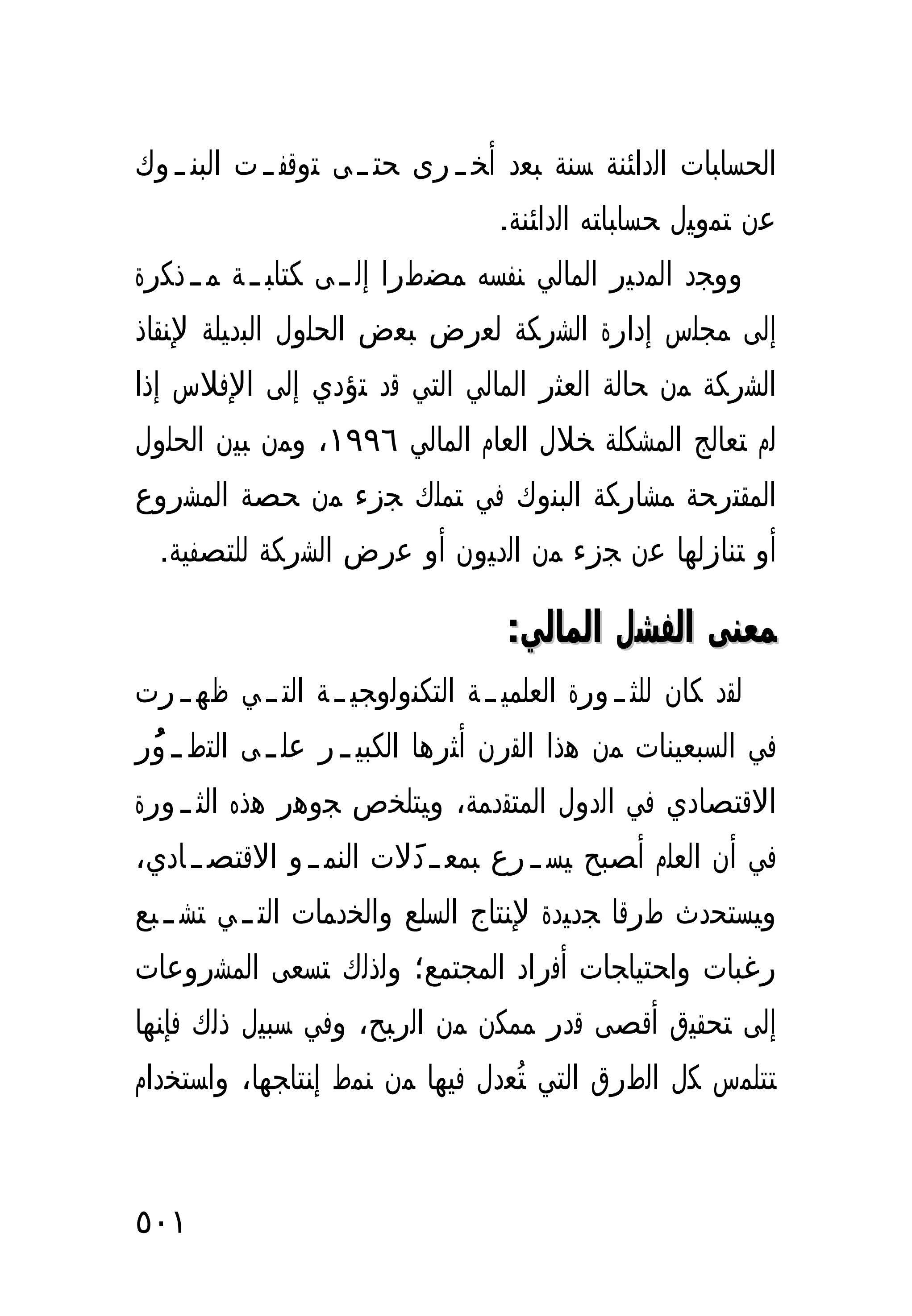
الفشل المالي

حالة الشركة العامة للمعادن والتعدين

تواجه الشركة العامة للمعادن والتعدين مشـكلة تحقيـق خسائر لمدّة ثلاث سنوات متتالية؛ حيـث بلغـت الخسـائر عام ١٩٩٣ حوالي ٥ ملايين جنيه ثم زادت إلى ١٠ ملايين جنيه في عام ١٩٩٤ حتى بلغت ٢٠ مليون جنيه في نهايـة عام ١٩٩٥.

وبالطبع فإن العلاج الوحيد لتغطية هذه الخسائر هو خصم الخسارة من الاحتياطات الرأسمالية التي كـوّنتهـا الشـركة خلال العشرين سنة الماضية، وبالرغم من توافر الاحتياطات الكافية إلا أن المدير المالي يواجه مشكلة عثر مـالي حيـث توقف عن سداد الديون متوسطة وطويلة الأجل التي وجهت إلى نشاط الاستثمار التعديني، وفشلت كل المحاولات التـي بذلت مع البنود لإعادة هيكلة الديون.

وبالإضافة إلى مشكلة تمويل الاستثمارات طويلة الأجـل، فقد اعتمد المدير المالي خلال الـثلاث سـنوات الماضـية على السحب على المكشوف من البنوك؛ وذلك لتمويل رأس المال العامل بفائدة تصل إلى حوالي ١٨٪ مع تراكم أرصدة



الحسابات الدائنة سنة بعد أخـرى حتـى توقفـت البنـوك عن تمويل حساباته الدائنة.

ووجد المدير المالي نفسه مضطرا إلـى كتابـة مـذكرة إلى مجلس إدارة الشركة لعرض بعض الحلول البديلة لإنقاذ الشركة من حالة العثر المالي التي قد تؤدي إلى الإفلاس إذا لم تعالج المشكلة خلال العام المالي ١٩٩٦، ومن بين الحلول المقترحة مشاركة البنوك في تملك جزء من حصة المشروع أو تنازلها عن جزء من الديون أو عرض الشركة للتصفية.

معنى الفشل المالي:

لقد كان للثـورة العلميـة التكنولوجيـة التـي ظهـرت في السبعينات من هذا القرن أثرها الكبيـر علـى التطـوُّر الاقتصادي في الدول المتقدمة، ويتلخص جوهر هذه الثـورة في أن العلم أصبح يسـرع بمعـدَّلات النمـو الاقتصـادي، ويستحدث طرقا جديدة لإنتاج السلع والخدمات التـي تشـبع رغبات واحتياجات أفراد المجتمع؛ ولذلك تسعى المشروعات إلى تحقيق أقصى قدر ممكن من الربح، وفي سبيل ذلك فإنها تتلمس كل الطرق التي تُعدل فيها من نمط إنتاجها، واستخدام

أفضل توليفة لعوامل الإنتاج بهدف تخفيض التكلفة إلى أدنى مستوى ممكن؛ ومن ثَمّ تعظيم أرباحها.

ولا شكَ أن تحقيق المشروع خسائر معناه أنه فشل في تحقيق هدف الربح؛ مما قد يعرضه إلى التوقف عن نشاطه، ومن ثَمّ عدم القدرة على الوفاء بالتزاماته أن الفشل المالي هو النهاية المؤسفة لأي مشروع، ويتوقف على المعيار الذي يتخذ أساسا للحكم عما إذا كان المشروع ناجحا أم فاشلاً، وعما إذا كان التوقف عن الدفع أو تحقيق الخسارة دليلاً للفشل المالي من عدمه.

قد يكون معيار التوقف عن الدفع مسألة مؤقتة نتيجة لعدم توافر السيولة النقدية للوفاء بالالتزامات؛ وبالتالي لا يمكن أن نعتبر التوقف عن الدفع مؤشرا للفشل المالي للمشروعات؛ ولذلك فإن معيار الأرباح التي يحققها المشروع هو المؤشر الذي يمكن استخدامه في التفرقة بين المشروعات الناجحة والفاشلة، نظرا لأن الربح يخضع للقياس ومنه نصل إلى معايير موضوعية تمكن من التعرُّف على الفشل المالي من عدمه.

أعراض الفشل المالي:-

إن أعراض الفشل المالي ما هي إلا ظواهر يتضح منها أن المشروع يواجه بنقص في السيولة؛ ولذلك فإن التعرُّف على أسباب هذه الظواهر يمكن الإدارة من اتخاذ الإجراءات اللازمة لتصحيحها وعلاجها في الوقت المناسب، وفيما يلي نوضح أهم أعراض الفشل المالي:-

١- دفع الفوائد على القروض متوسطة الأجل عن طريق الاقتراض قصير الأجل.

٢- توزيع الأرباح على المساهمين عن طريق القروض.

٣- عدم تكوين المخصصات والاحتياطات الكافية لعمليات الإحلال والتجديد للأصول الثابتة.

٤- تمويل الأصول الثابتة بقروض قصيرة الأجل.

٥- عدم تناسب حقوق الملكية للأموال المستثمرة في المشروع.

٦- تأجيل سداد أقساط القروض متوسطة الأجل.

٧- تأجيل سداد أوراق الدفع.

٨- انخفاض معَدل العائد على الأموال المستثمرة.

٩- نقص قيمة رأس المال العامل؛ نتيجة لـنقص أوراق القبض والمدينين، وانخفاض قيمة المخزون السلعي دون أن يقابل ذلك نقص في قيمة الالتزامات قصيرة الأجل.

هذا بالإضافة إلى العديد من الأسباب مثل عدم الإعـلان عن منتجات الشركة، وعدم تكـوين المخصصـات الكافيـة للديون المشكوك في تحصيلها،... إلخ فكل هذه الأعـراض يتعين استقصاؤها والتحقق من وجودها للعمل على علاجها.

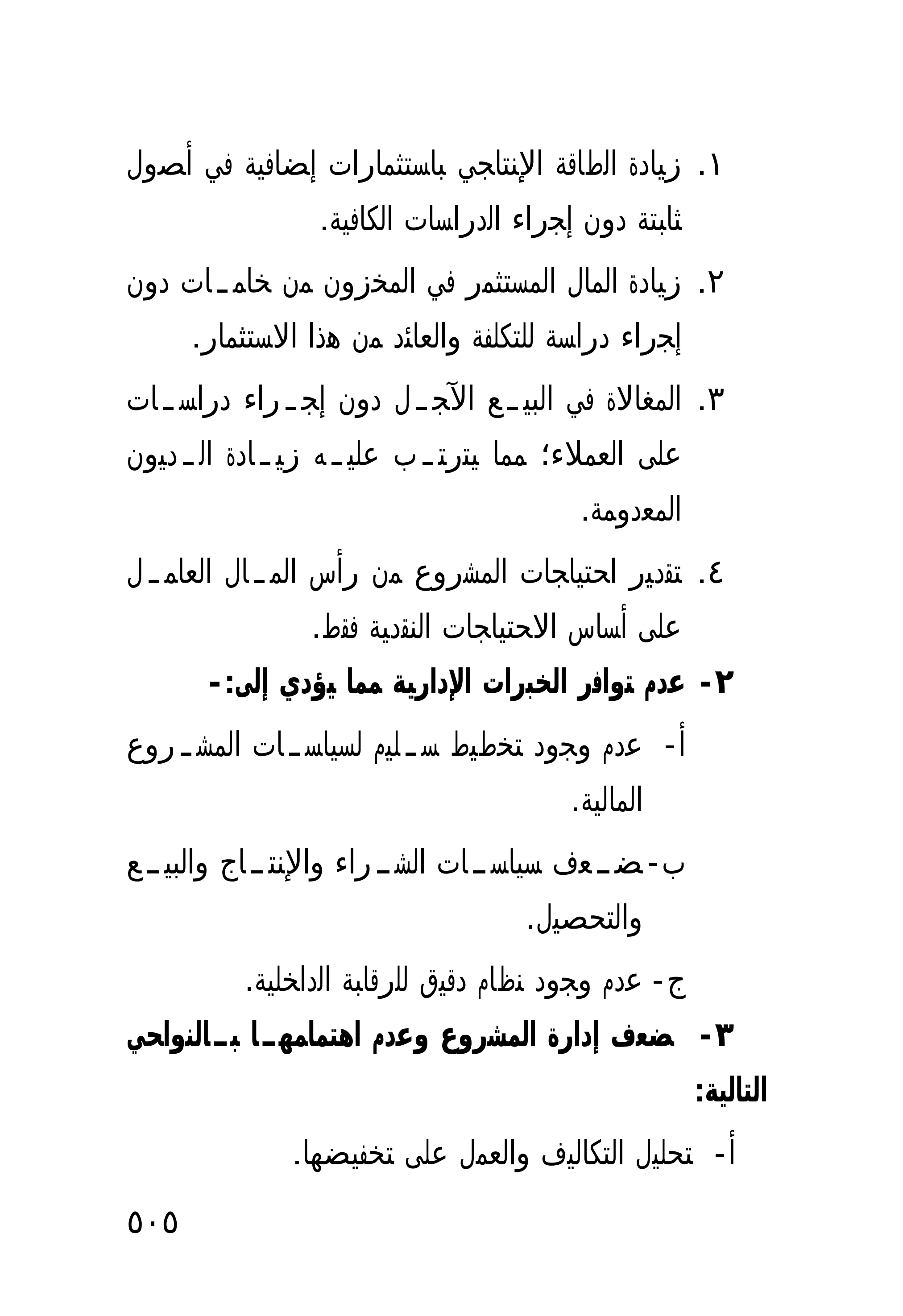
أسباب الفشل المالي:

لا شكَ أن الإدارة الواعية والرشيدة هي التـي تسـتطيع أن تتفادى المخاطر التي يتعرَض لها المشـروع، والفشـل المالي لا يحدث فجأة أو بلا أسباب، ولكنه نتيجة لسبب واحد أو أكثر من الأسباب التي سيرد ذكرها فيما يلي:-

أولاً: أسباب داخلية:

وهي الأسباب التي تنشأ من داخل المشروع مثل:-

١- عدم وجود تخطيط مالي سليم مما يؤدي إلى:-



١. زيادة الطاقة الإنتاجي باستثمارات إضافية في أصول ثابتة دون إجراء الدراسات الكافية.

٢. زيادة المال المستثمر في المخزون من خامـات دون إجراء دراسة للتكلفة والعائد من هذا الاستثمار.

٣. المغالاة في البيـع الآجـل دون إجـراء دراسـات على العملاء؛ مما يترتـب عليـه زيـادة الـديون المعدومة.

٤. تقدير احتياجات المشروع من رأس المـال العامـل على أساس الاحتياجات النقدية فقط.

٢- عدم توافر الخبرات الإدارية مما يؤدي إلى:-

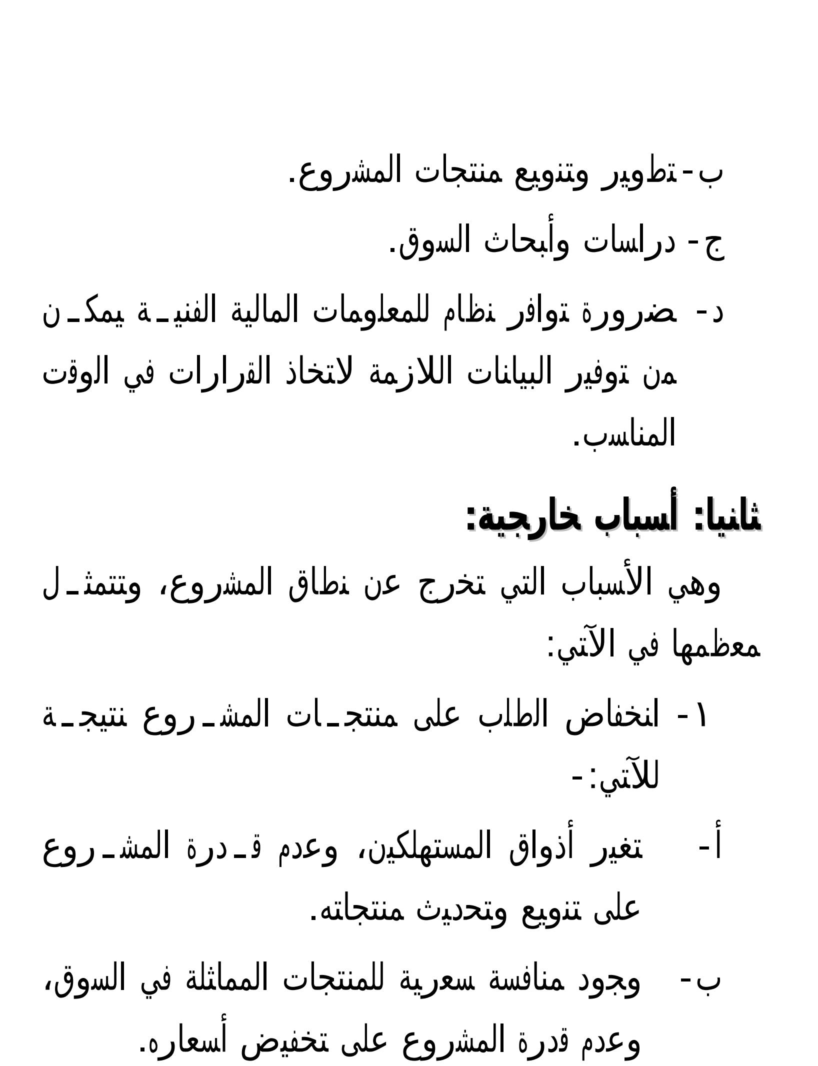
أ- عدم وجود تخطيط سـليم لسياسـات المشـروع المالية.

ب- ضـعف سياسـات الشـراء والإنتـاج والبيـع والتحصيل.

ج- عدم وجود نظام دقيق للرقابة الداخلية.

٣- ضعف إدارة المشروع وعدم اهتمامهـا بـالنواحي التالية:

أ- تحليل التكاليف والعمل على تخفيضها.



ب- تطوير وتنويع منتجات المشروع.

ج- دراسات وأبحاث السوق.

د- ضرورة توافر نظام للمعلومات المالية الفنية يمكن من توفير البيانات اللازمة لاتخاذ القرارات في الوقت المناسب.

ثانيا: أسباب خارجية:

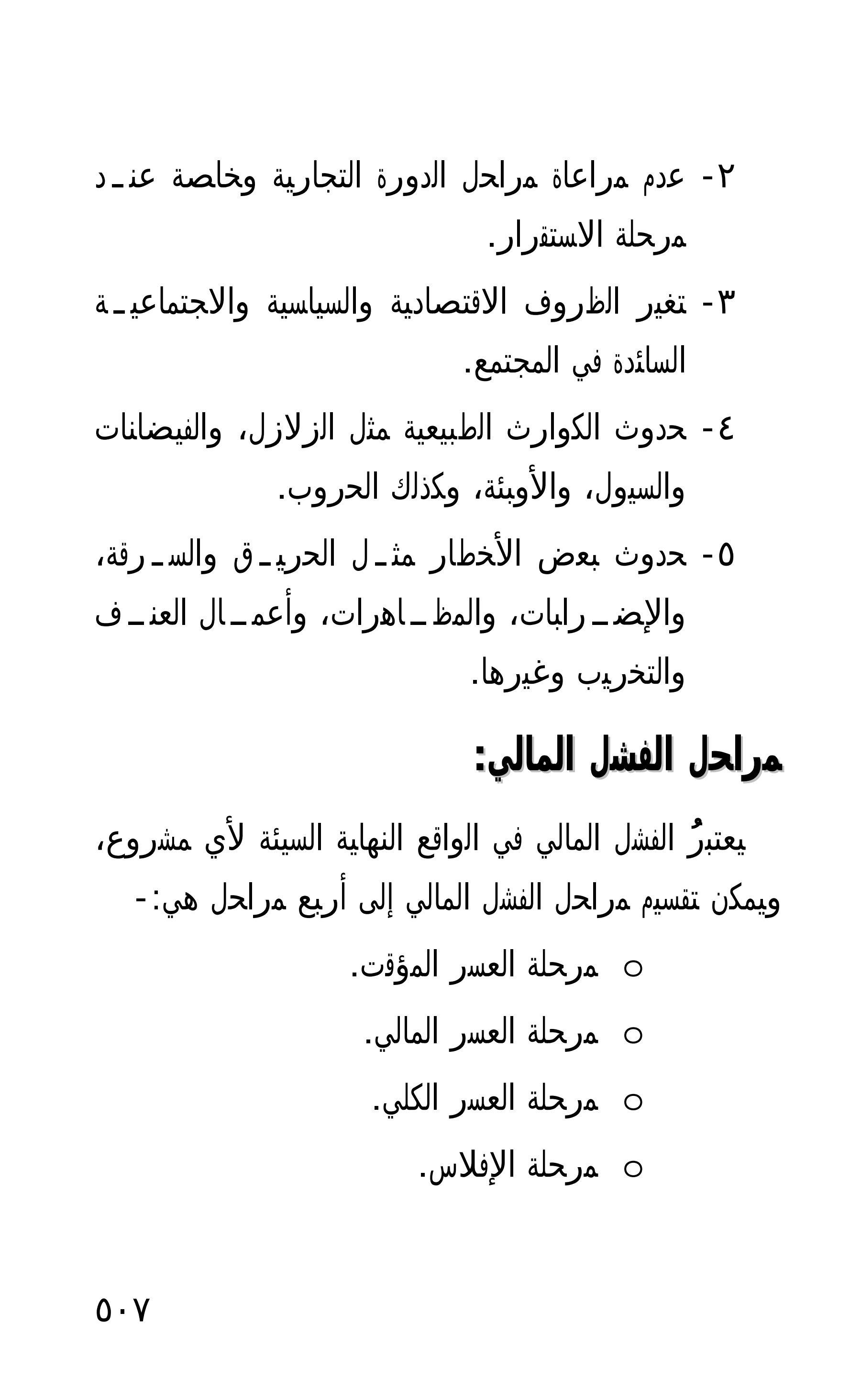
وهي الأسباب التي تخرج عن نطاق المشروع، وتتمثل معظمها في الآتي:

١- انخفاض الطلب على منتجات المشروع نتيجة للآتي:-

أ- تغير أذواق المستهلكين، وعدم قدرة المشروع على تنويع وتحديث منتجاته.

ب- وجود منافسة سعرية للمنتجات المماثلة في السوق، وعدم قدرة المشروع على تخفيض أسعاره.

ت- ظهور تشريعات من جانب الدولة تؤدي إلى ارتفاع سعر السلعة بسبب فرض ضرائب المبيعات أو زيادة الرسوم الجمركية.



٢- عدم مراعاة مراحل الدورة التجارية وخاصة عند مرحلة الاستقرار.

٣- تغير الظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية السائدة في المجتمع.

٤- حدوث الكوارث الطبيعية مثل الزلازل، والفيضانات والسيول، والأوبئة، وكذلك الحروب.

٥- حدوث بعض الأخطار مثل الحريق والسرقة، والإضرابات، والمظاهرات، وأعمال العنف والتخريب وغيرها.

مراحل الفشل المالي:

يعتبرُ الفشل المالي في الواقع النهاية السيئة لأي مشروع، ويمكن تقسيم مراحل الفشل المالي إلى أربع مراحل هي:-

- مرحلة العسر المؤقت.
- مرحلة العسر المالي.
- مرحلة العسر الكلي.
- مرحلة الإفلاس.

أولاً: العسر المؤقت:

العسر المؤقت هو حالة تكون الشركة فيها غيـر قـادرة على مقابلة احتياجاتها ومصروفاتها الجارية رغم أن أصولها المتداولة تفوق التزاماتها الجارية، فإذا فرضـنا أن شـركة طاهر أظهرت ميزانيتها في عامة ١٩٩٥/ ١٩٩٦ الأرصدة التالية:-

القيمة بالألف جنيه

أصول			خصوم		
١٩٩٥	١٩٩٦		١٩٩٥	١٩٩٦	
٢٥٠	٣٠٠	أصول ثابتة	٣٦٠	٣٠٠	حقوق الملكية
٨٠	٥٠	نقدية	١٥٠	٢٠٠	قروض متوسطة
٣٥٠	٣٠٠	مدينون وأوراق قبض	٢٧٠	٣٠٠	دائنون وأوراق دفع
١٠٠	١٥٠	بضائع			
٧٨٠	٨٠٠	إجمالي الأصول	٧٨٠	٨٠٠	إجمالي الخصوم

ويتضح من الميزانية وجود عسر مؤقت لدى الشركة رغم أن الأصول المتداولة بها تزيد عن قيمة الخصوم المتداولـة، ويظهر ذلك بوضوح من انخفـاض النقديـة، والمـدينون، وأوراق القبض، وزيادة البضائع، والقروض.

ثانيا: مرحلة العسر المالي:

في هذه المرحلة تكون الشركة غير قادرة على دفع ديونها قصيرة الأجل؛ بسبب كبر حجمها وتحقيق الخسائر المتوالية، وتوضح ميزانية شركة طاهر التالية حالة العسر المالي.

القيمة (بالألف جنيه)

١٩٩٥	١٩٩٦	أصول	١٩٩٥	١٩٩٦	خصوم
٥٠٠	٤٢٠	أصول ثابتة	٣٠٠	٣٠٠	حقوق الملكية
٥٠	٣٠	نقدية	١٠٠	١١٠	قروض متوسطة
٢٣٠	٢٠٠	مدينون وأوراق قبض	٨٥٠	٨٩٠	دائنون وأوراق دفع
٤٢٠	٥٥٠	بضائع			
٥٠	١٠٠	خسائر تجارية			
١٢٥٠	١٣٠٠	إجمالي الأصول	١٢٥٠	١٣٠٠	إجمالي الخصوم

ومن الميزانية السابقة يتبين لنا أن الشركة تحقق خسائر بلغت ١٧٪ في عام ١٩٩٥، وارتفعت إلى ٣٣٪ في عام ١٩٩٦ من حقوق الملكية، وأن خصومها المتداولة تزيد على مجموع أصولها المتداولة، فضلاً عن نقص المدينين، وأوراق القبض، وزيادة البضائع.

ثالثًا: مرحلة العسر الكلي:

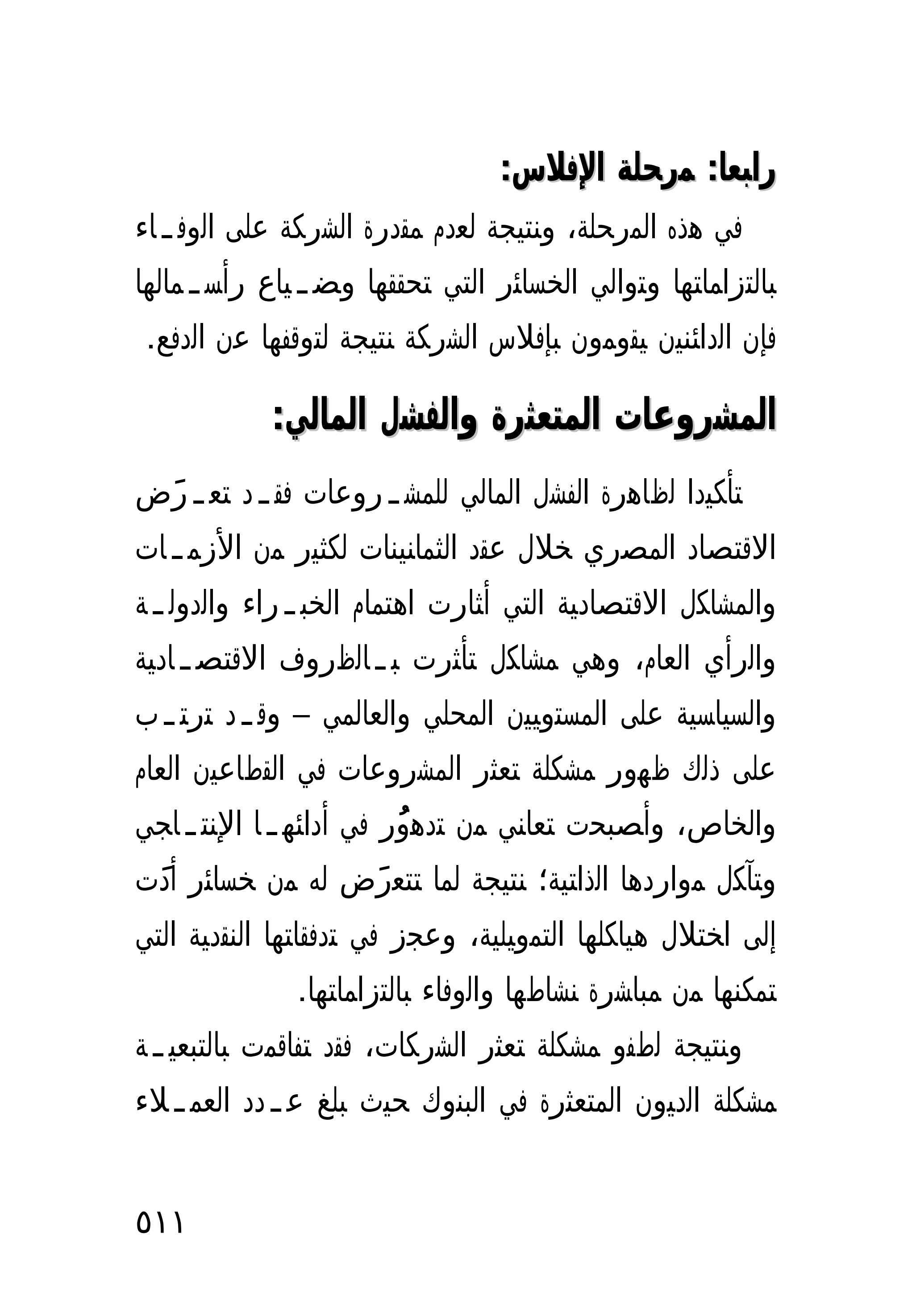
في مرحلة العسر الكلي تكون مجموع الديون المستحقة على الشركة أكبر من أصولها المتداولة وضياع رأسمالها نتيجة الخسائر المتتالية، والميزانية التالية لشركة طاهر توضح حالة العسر الكلي.

القيمة (بالألف جنيه)

أصول — خصوم

١٩٩٥	١٩٩٦	أصول	١٩٩٥	١٩٩٦	خصوم
٢٤٠	٢٠٠	أصول ثابتة	٣٠٠	٢٨٠	حقوق الملكية
٣٠	٢٠	نقدية	١٠٠	١٢٠	قروض
٢٠٠	١٣٠	مدينون وأوراق قبض	٥٠٠	٤٠٠	دائنون وأوراق دفع
٢٢٠	١٥٠	بضائع			
٢١٠	٣٠٠	خسائر			
٩٠٠	٨٠٠	إجمالي الأصول	٩٠٠	٨٠٠	إجمالي الخصوم

وكما هو واضح من الميزانية السابقة أن الخصوم المتداولة تفوق أصول الشركة المتداولة فضلاً عن تحقيق الشركة لخسائر فاقت قيمتها حقوق الملكية في عام ١٩٩٦، الأمر الذي يشير إلى دخول الشركة مرحلة النهاية بالنسبة لها؛ حيث إنها تعتبر في حكم الشركة المفلسة.



رابعا: مرحلة الإفلاس:

في هذه المرحلة، ونتيجة لعدم مقدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها وتوالي الخسائر التي تحققها وضياع رأسمالها فإن الدائنين يقومون بإفلاس الشركة نتيجة لتوقفها عن الدفع.

المشروعات المتعثرة والفشل المالي:

تأكيدا لظاهرة الفشل المالي للمشروعات فقد تعرَض الاقتصاد المصري خلال عقد الثمانينات لكثير من الأزمات والمشاكل الاقتصادية التي أثارت اهتمام الخبراء والدولة والرأي العام، وهي مشاكل تأثرت بالظروف الاقتصادية والسياسية على المستويين المحلي والعالمي – وقد ترتب على ذلك ظهور مشكلة تعثر المشروعات في القطاعين العام والخاص، وأصبحت تعاني من تدهوُر في أدائها الإنتاجي وتآكل مواردها الذاتية؛ نتيجة لما تتعرَض له من خسائر أدَت إلى اختلال هياكلها التمويلية، وعجز في تدفقاتها النقدية التي تمكنها من مباشرة نشاطها والوفاء بالتزاماتها.

ونتيجة لطفو مشكلة تعثر الشركات، فقد تفاقمت بالتبعية مشكلة الديون المتعثرة في البنوك حيث بلغ عدد العملاء

المتوقفين عن السداد حوالي ٤١٢٨ عميلاً تبلغ إجمالي المديونية المستحقة عليهم حوالي ٤,١ مليار جنيه مصري بنسبة ٢٤٪ من إجمالي القروض المقدَمة من البنوك.

أسباب المشكلة:-

لقد تفاقمت مشكلة المشروعات المتعثرة في مصر، وخاصة بعد توقف عدد من كبار العملاء عن الوفاء بالتزاماتهم قبل البنوك، الأمر الذي أدى إلى اهتمام رجال الفكر المصرفي والاقتصاديين ورجال المال بهذه المشكلة؛ لإيجاد الحلول المناسبة للحد من مخاطرها. وفيما يلي الأسباب التي تؤدي إلى تعثر المشروعات.

- أسباب داخلية ترجع للمشروع نفسه.
- أسباب خارجية ترجع للظروف الاقتصادية
- أسباب ترجع إلى البنك المقرض.

أولاً: الأسباب الداخلية:-

١- قصور دراسات الجدوى الاقتصادية للمشروع بسبب نقص خبرة القائمين على هذه الدراسات.

٢- عدم إجراء أية دراسات فنية سليمة للمشروع.

٣- سوء اختيار التكنولوجيا المستخدمة فـي العمليـات الإنتاجية.

٤- عـدم مطابقـة الخامـات ومسـتلزمات الإنتـاج للمواصفات القياسية؛ وبالتالي صـعوبة اسـتخدامها على الآلات وخطوط الإنتاج التي تمَ استيرادها.

٥- سوء صيانة الآلات والمعدات وعدم إجراء عمرات لها.

ثانيا: الأسباب الخارجية:-

١- إصدار العديد من التشريعات بشـكل يـؤثر على سير النشاط الاقتصادي.

٢- زيادة أسعار الصرف وأسعار الفائدة المدينة بشكل ملحوظ؛ مما يؤدي إلى انخفاض القوة الشرائية للنقود، ومـن ثَـمَ قـدرة العميـل على تصريف إنتاجه.

٣- تدخل الدولة بفرض التسعير الجبري لبعض السلع والخدمات لتطبيق الأسعار الاجتماعية التي تقل بكثير عن الأسعار الاقتصادية.

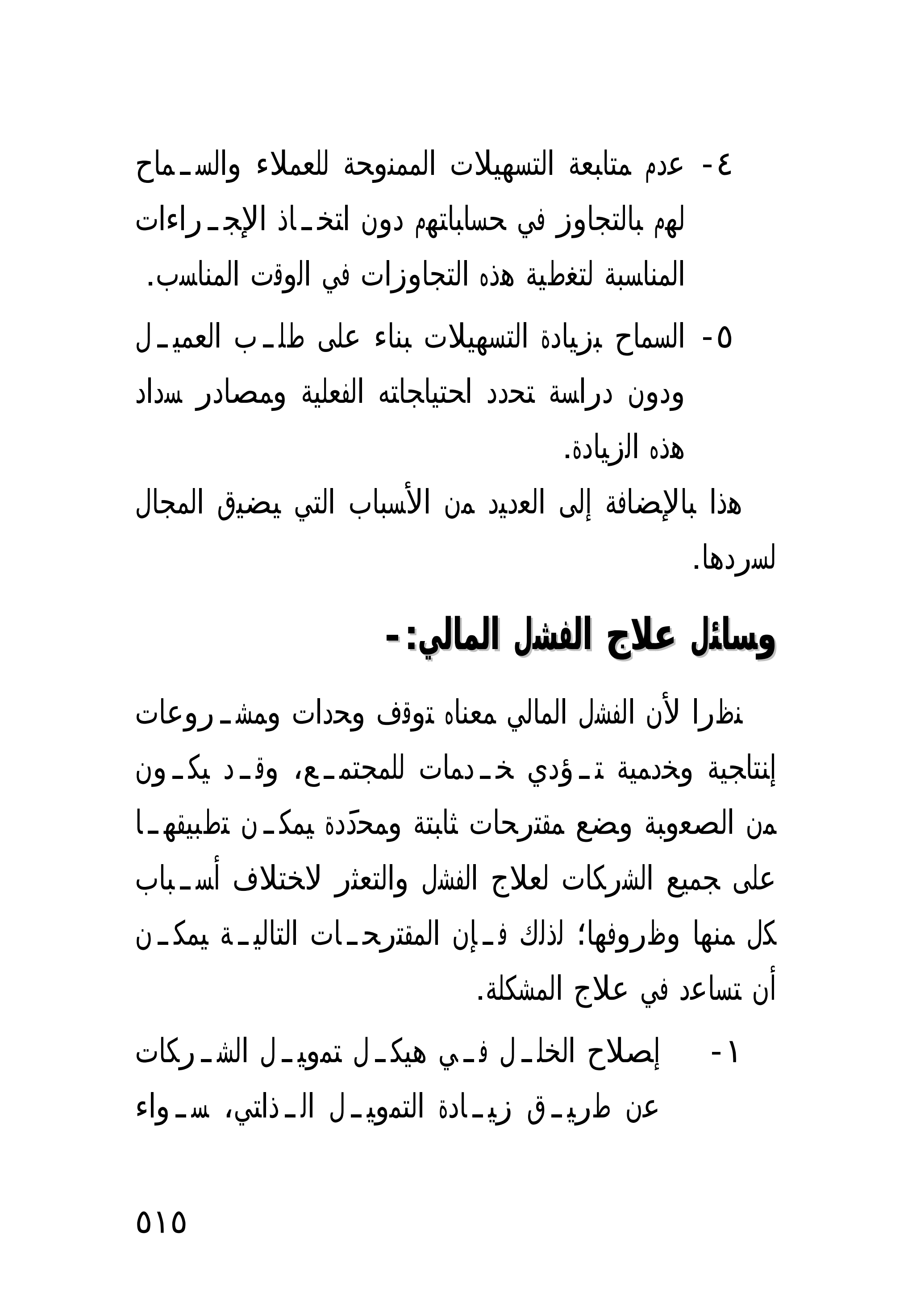
٤- التغيرات المستمرة بالزيـادة فـي الرسـوم الجمركية، ومعدَلات الضـرائب، وفـرض ضرائب المبيعات مما يؤثر على قدرة العميل على الوفاء بالتزاماته.

ثالثًا: أسباب ترجع للبنك:-

١- قصور الدراسات التي يعدُها البنك وعـدم التعمـق في تحليل المخاطرة الائتمانية وفقًا للقواعد والمبادئ المصرفية المتعارف عليها اعتمادا على اسم العميل أو ضماناته.

٢- السماح للعميل باستخدام القرض أو التسـهيل قبـل استكمال الشروط والضمانات وصرفه دفعة واحـدة دون استخدامه وفقًا لبرنامج زمنـي محـدَد يتفـق عليه مسبقًا.

٣- استخدام التسهيلات والقروض في غير الأغـراض المحدَدة والممنوح من أجلها؛ مما يعـرض البنـك لمخاطر غير محسوبة.



٤- عدم متابعة التسهيلات الممنوحة للعملاء والسـماح لهم بالتجاوز في حساباتهم دون اتخـاذ الإجـراءات المناسبة لتغطية هذه التجاوزات في الوقت المناسب.

٥- السماح بزيادة التسهيلات بناء على طلـب العميـل ودون دراسة تحدد احتياجاته الفعلية ومصادر سداد هذه الزيادة.

هذا بالإضافة إلى العديد من الأسباب التي يضيق المجال لسردها.

وسائل علاج الفشل المالي:-

نظرا لأن الفشل المالي معناه توقف وحدات ومشـروعات إنتاجية وخدمية تـؤدي خـدمات للمجتمـع، وقـد يكـون من الصعوبة وضع مقترحات ثابتة ومحدَّدة يمكـن تطبيقهـا على جميع الشركات لعلاج الفشل والتعثر لاختلاف أسـباب كل منها وظروفها؛ لذلك فـإن المقترحـات التاليـة يمكـن أن تساعد في علاج المشكلة.

١- إصلاح الخلـل فـي هيكـل تمويـل الشـركات عن طريـق زيـادة التمويـل الـذاتي، سـواء

من المساهمين أو الشركاء الحاليين أو عن طريق مستثمرين جدد.

٢- تحويـل جـزء مـن القـروض المسـتحقة على المشروع إلى مساهمة في رأس المال؛ وذلك لتخفيف عبء القروض وتخفيض تكلفة التمويل.

٣- تحويل القروض قصيرة الأجل إلى قروض طويلة الأجل مع منح فترة سماح مناسبة مع زيادة فتـرة سداد القروض لتتناسب مـع التـدفقات النقديـة المتوقعة.

٤- التخلص من الأصول الرأسمالية غيـر المنتجـة، واستخدام حصيلتها في سداد جزء من المديونيـة المستحقة على الشركة.

٥- ترشيد الإنفاق عـن طريـق خفـض التكـاليف إلى أدنى مستوى مع تعظيم الإيـرادات؛ وذلـك بتحسين منتجات المشروع والارتفـاع بمسـتوى جودتها لتسويقها محليا وخارجيا.

وتتطلب كل هذه لمقترحات إعداد دراسة لإعـادة تقيـيم المركز المالي والاقتصادي للمشروع في ضوء المتغيـرات

التي طرأت عليه حتى يمكن الوقـوف علـى مـدى قـدرة المشروع على تحقيق الربحية والسيولة النقدية التـي تمكنـه من الوفاء بالتزاماته. وتتمُّ هذه الدراسة بالخطوات التالية:-

١- سرد التغيرات والمشاكل والعقبات التـي واجهـت المقترض.

٢- سرد التغيرات التي طرأت علـى المركـز المـالي وربحية المشروع.

٣- دراسة النواحي الفنية للمشروع من حيـث الطاقـة الإنتاجية وهيكل العمالـة واحتياجـات المشـروع من الخامات ومستلزمات الإنتاج.

٤- دراسة النواحي التسويقية للمنتج ومـدى المنافسـة الموجودة في السوق.

٥- تقدير احتياجات المشروع من رأس المـال العامـل اللازم للتشغيل، وتقدير الاحتياجات المالية.

٦- تقدير هيكل التمويل الأمثل الـذي يسـمح بتشـغيل المشروع وسداد القروض المستحقة عليه.

٧- إعداد مجموعة من التوقعات والتقديرات المسـتقبلية تعكسها قوائم الدخل والتدفقات النقدية تكـون مبنيـة

على أسس وافتراضات موضوعية؛ وذلك لإجـراء التحليلات المالية النقدية التي عـن طريقهـا يمكـن الوقوف على قدرة الشركة على مباشـرة نشـاطها وسداد التزاماتها إذا ما تمَ تـوفير التمويـل الـلازم (إعادة التشغيل) من عدمه.

وسنوضح فيما يلي كيفية علاج الفشـل المـالي، وتعثـر المشروعات بمثال عملي لأحد المشـروعات التـي تعمـل في المجال الصناعي.

فيما يلي الميزانية العمومية وحسـابات النتيجـة لشـركة السماح للصناعات البلاسـتيكية (ش.م.م) خـلال السـنوات الثلاث المنتهية في ١٩٩٥/١٢/٣١:-

أولاً: الميزانية العمومية:- القيمـة (بـالألف جنيه مصري)

١٩٩٣	١٩٩٤	١٩٩٥	أصول	١٩٩٣	١٩٩٤	١٩٩٥	خصوم
٣٩٠٠	٥١٠٠	٥٥٠٠	أصول ثابتة	١١٠٠	١١٠٠	١١٠٠	رأس المال المدفوع
				٣٠٠	٤٥٠	٦٥٠	خسائر مرحلية
			أصول متداولة	٨٠٠	٦٥٠	٤٥٠	حقوق المساهمين
١٥٠	١٠٠	٥٠	نقدية	١٥٠٠	١٨٠٠	٢٠٠٠	قروض متوسطة الأجل
٦٥٠	٥٠٠	٢٥٠	بضاعة				خصوم متداولة
٦٠٠	٧٥٠	٩٠٠	عملاء وأ. قبض	٢٥٠٠	٣٠٠٠	٣٥٠٠	بنوك دائنة
٢٠٠	١٥٠	١٠٠	مدينون	٤٥٠	٧٠٠	٣٠٠	أ.دفع
١٦٠٠	١٥٠٠	١٣٠٠		٣٠٠	٤٠٠	٥٥٠	موردين
٥٠	-	-	أرصدة مدينة	٣٢٥٠	٤١٠٠	٤٢٠٠	
				-	٥٠	-	أرصدة دائنة
٥٥٥٠	٦٦٠٠	٦٨٠٠		٥٥٥٠	٦٦٠٠	٦٨٠٠	

أ- حساب المتاجرة:-

القيمة (بالألف جنيه مصري)

١٩٩٣	١٩٩٤	١٩٩٥		١٩٩٣	١٩٩٤	١٩٩٥	
٧٠٠	٦٥٠	٥٠٠	بضاعة	٦٠٠٠	٧٣٠٠	٧٨٠٠	مبيعات
٣٤٠٠	٤٠٠٠	٤٤٥٠	مشتريات خامات ومستلزمات	٦٥٠	٥٠٠	٢٥٠	بضاعة آخر المدّة
٦٠٠	٨٠٠	٩٢٠	أجور				
٨٠٠	٩٥٠	٧٨٠	مصروفات صناعية				
٤٠٠	٤٠٠	٤٠٠	إهلاكات				
٧٥٠	١٠٠٠	١٢٠٠	مجمل الربح				
٦٦٥٠	٧٨٠٠	٨٠٥٠		٦٦٥٠	٧٨٠٠	٨٠٥٠	

ب- حساب الأرباح والخسائر:

القيمة (بالألف جنيه مصري)

١٩٩٣	١٩٩٤	١٩٩٥		١٩٩٣	١٩٩٤	١٩٩٥	
٢٤٠	٢٥٠	٣٠٠	مصاريف إدارية وعمومية	٧٥٠	١٠٠٠	١٢٠٠	مجمل الربح
١٢٠	٩٠	١٠٠	مهايا ومرتبات				
٦٥٠	٧٥٠	٩٠٠	فوائد بنوك	٣٠٠	١٥٠	٢٠٠	صافي الخسارة
٤٠	٦٠	١٠٠	مصاريف بيع وتوزيع				
١٠٥٠	١١٥٠	١٤٠٠		١٠٥٠	١١٥٠	١٤٠٠	

ويلاحظُ من الجدول ما يلي:

١- المصنع يعمل بنسبة طاقة ٥٠٪ فقط، وأن منتجات الشركة تلقى رواجا في السوق.

٢- أن الشركة متوقفة عن سـداد أقسـاط القـروض والفوائد منذ عام ١٩٩٤ وحتى أكتوبر ١٩٩٥

تحليل المشكلة:-

١- أنه رغم زيادة الإيرادات السنوية إلا أن الشـركة تحقق خسائر تجارية بلغـت ٦٥٠ ألـف جنيـه مصري؛ وهذه الخسارة تزيد عـن نصـف رأس المال، ووفقًا لأحكام قانون الشركات يتعين عقـد جمعية عمومية للنظـر فـي تصـفية الشـركة أو استمرارها.

٢- أن السبب في زيادة الخسائر سنة بعد أخرى يرجع إلى ضخامة عبء الفوائد المدينـة التـي تُحمـل على حساب الأرباح والخسائر حيث بلغـت ٧٥٪ من مجمل الربح.

٣- أن الخسائر أو عبء الفوائد يرجع إلى وجود خلل في هيكـل تمويـل الشـركة حيـث إن حقـوق المساهمين تمثل حوالي ٧٪ من إجمالي الأمـوال المستثمرة، وأن الجانب الأكبـر مـن مصـادر التمويل يتمثل في القروض متوسـطة وقصـيرة الأجل؛ ومما يزيد من حدَّة المشـكلة أن الشـركة قامت بتمويل أصولها الثابتة بتسـهيلات قصـيرة

الأجل، وهو ما لا يتمشى مع الأصـول العلميـة والعملية للتمويل.

اقتراحات حل المشكلة:-

١- زيادة الطاقة الإنتاجية للشركة؛ حتى يمكـن زيـادة المبيعات، ويقترَحُ زيادتها لتصـبح ٦٠٪ سـنويا. على أن يتمَّ تمويل الزيادة في رأس المـال العامـل اللازم لزيادة الطاقة الإنتاجية عن طريق قـروض قصيرة الأجل جديدة.

٢- زيادة رأسمال الشركة بمبلـغ ٢,٥ مليـون جنيـه مصري، واستخدامه في سداد القـروض قصـيرة الأجل (بنوك دائنة) مع تحويل باقي قيمة القـروض القصيرة وقدرها مليون جنيه إلى القرض متوسـط الأجل، مع افتراض أن الفوائـد علـى القـروض والتسهيلات بمعدَّل ١٥٪ سنويا، وتشغيل المشـروع بنسبة طاقة ٨٠٪.

نتائج التحليل والدراسة:-

أولاً: بالنسبة لزيادة الطاقة فسوف يترتب عليها زيادة في المصروفات والتكاليف؛ نتيجة لزيادة الإيرادات وعلى ذلك فإن تطبيق الفرض الأول سيترتب عليه تعديل الإيرادات والمصروفات لتصبح على النحو التالي:-

القيمة (بالألف جنيه)

	الحالي	**المتوقع**
- الإيرادات	٧٨٠٠	٩٣٦٠
- مشتريات ومستلزمات	٤٤٥٠	٥٣٤٠
- أجور	٩٢٠	١١٢٠
- مصروفات صناعية	٧٨٠	٩٥٠
- مصاريف إدارية	٣٠	٣٠٠
- مهايا ومرتبات	١٠٠	١٠٠
- مصاريف بيع وتوزيع	١٠٠	١٠٠
	٤٠٠	٤٠٠
- إهلاكات		
الإجمالي دون الفوائد	**٧٠٥٠**	**٨٣١٠**

فإذا أُضيفت الفوائد، فإن الفوائض النقدية لا تكفي لسداد القروض المتوسطة وقصيرة الأجل.

ثانيا: بالنسبة للفرض الثاني فهو يعتبرُ العلاج الأمثل للمشكلة التي تواجهها الشركة؛ حيث سيترتب على ذلك الآتي:-

١- زيادة رأس المال بمبلغ ٢,٥ مليون جنيه مصري؛ وبالتالي يمكن التخلص من الخسائر، ويكون صافي حقوق المساهمين مبلغ ٢٩٥٠ ألف جنيه مصري.

٢- أن تُستخدَمُ زيادة رأس المال في سداد جزء من القرض قصير الأجل بمبلغ ٢,٥ مليون جنيه مصري والباقي- وقدره مليون جنيه- يحوَل إلى قرض متوسط الأجل؛ ليكون إجمالي قيمة القرض ٣ ملايين جنيه مصري تُسدَد على خمس سنوات.

وفي ضوء هذا الفرض يمكن تصوير قائمة الدخل والتدفقات المتوقعة للتعرُف على ربحية المنشأة وتدفقاتها النقدية في ضوء العلاج المقترح

قائمة الدخل التقديرية

القيمة (بالألف جنيه)

بيان	١	٢	٣	٤	٥
الإيرادات	١٢٤٨٠	١٢٤٨٠	١٢٤٨٠	١٢٤٨٠	١٢٤٨٠
تكلفة البضاعة المباعة	٩٦٦٤	٩٦٦٤	٩٦٦٤	٩٦٦٤	٩٦٦٤
الإهلاك	٦٠٠	٦٠٠	٦٠٠	٦٠٠	٦٠٠
مجمل الربح	٢٢١٦	٢٢١٦	٢٢١٦	٢٢١٦	٢٢١٦
مصاريف إدارية وعمومية ومهايا	٤٠٠	٤٠٠	٤٠٠	٤٠٠	٤٠٠
مصاريف بيع وتوزيع	١٠٠	١٠٠	١٠٠	١٠٠	١٠٠
صافي ربح التشغيل	١٧١٦	١٧١٦	١٧١٦	١٧١٦	١٧١٦
فوائد قروض وتسهيلات	٦٦٠	٤٧٠	٣٨٠	٢٩٠	٢٠٠
صافي الربح قبل الضريبة	١٠٥٦	١٢٤٦	١٣٣٦	١٤٢٦	١٥١٦
ضرائب ٤٠٪	٤٢٢	٤٩٨	٥٣٤	٥٧٠	٦٠٦
صافي الربح بعد الضريبة	٦٣٤	٧٤٨	٨٠٢	٨٥٦	٩١٠
توزيعات أرباح ١٠٪ من رأس المال	٢٩٥	٢٩٥	٢٩٥	٢٩٥	٢٩٥
الأرباح المحتجزة	٣٣٩	٤٥٣	٥٠٧	٥٦١	٥١٦

يلاحظُ على قائمة الدخل التقديرية ما يلي:-

١- أن تكلفة البضاعة المباعة عبارة عن مشتريات الخامات والمستلزمات، والأجور والمصروفات الصناعية.

٢- أن فوائد القروض والتسهيلات اُحتسِبت على أساس أن القرض المتوسط ٣ مليون جنيه مصري، ويسدَد على ٥ سنوات اعتبارا من نهاية العام الأول.

٣- افتراض أن الضريبة المستحقة تبلغ ٤٠٪ من صافي الربح، وأن هناك توزيعات أرباح بنسبة ١٠٪ من رأس المال بعد الزيادة واستبعاد الخسائر.

قائمة التدفق النقدي التقديرية

(بالألف جنيه مصري)

بيان	١	٢	٣	٤	٥
مجمل الربح	٢٢١٦	٢٢١٦	٢٢١٦	٢٢١٦	٢٢١٦
الإهلاك	٦٠٠	٦٠٠	٦٠٠	٦٠٠	٦٠٠
إجمالي مصادر التمويل	٢٨١٦	٢٨١٦	٢٨١٦	٢٨١٦	٢٨١٦
الاستخدامات					
مصاريف إدارية وعمومية	٤٠٠	٤٠٠	٤٠٠	٤٠٠	٤٠٠

ومهايا					
مصاريف بيع وتوزيع	١٠٠	١٠٠	١٠٠	١٠٠	١٠٠
فوائد قروض وتسهيلات	٦٦٠	٤٧٠	٣٨٠	٢٩٠	٢٠٠
ضرائب	-	٤٢٢	٤٩٨	٥٣٤	٥٧٠
توزيعات أرباح	٢٩٥	٢٩٥	٢٩٥	٢٩٥	٢٩٥
أقساط القرض متوسط الأجل	٦٠٠	٦٠٠	٦٠٠	٦٠٠	٦٠٠
إجمالي الاستخدامات	٢٠٥٥	٢٢٨٧	٢٠٧٣	٢٢١٩	٢١٦٥
الفائض النقدي السنوي	٧٦١	٥٢٩	٥٤٣	٥٩٧	٦٥١
الفائض النقدي السنوي المتجمع	٧٦١	١٢٩٠	١٨٣٣	٢٤٣٠	٣٠٨١١

مما سبق يتبين أن التعثر الذي واجهته الشركة أمكن علاجه؛ عن طريق إصلاح الخلل في هيكل التمويل بتحويل جزء من القروض القصيرة إلى متوسطة الأجل مع ضخ زيادة في رأس المال أُستخدِمت في سداد القروض قصيرة الأجل؛ وبذلك يتوازن هيكل التمويل، ويمكن إعادة تشغيل الشركة من جديد ولكن في هذه الحالة يراعى المتابعة لكافة أنشطتها الإنتاجية والتجارية.

ملخَّص الفصل

تناول هذا الفصل بالشرح الآثار الجانبيـة التـي تحـدث للشركة؛ نتيجة لعدم اتباع الأساليب والمبادئ السليمة للإدارة المالية، أو لإدارة الأصول والخصوم.

وينتج عن سوء الإدارة تحقيق المشروع خسـائر كثيـرة تهدده بالتوقف عن نشاطه، ومن ثَمّ عدم القدرة على الوفـاء بالتزاماته، وبالطبع فإن الفشل المالي هو النهايـة المؤسـفة لأي شركة؛ ولذلك فإن معيار الأرباح التي يحققها المشروع هو المؤشّر الذي يمكن استخدامه للتفرقة بـين المشـروعات الناجحة والفاشـلة، نظـرا لأن الـربح يخضـع للقيـاس، ومنه نصل إلى معايير موضـوعية تمكـن مـن التعـرُّف على الفشل المالي من عدمه.

وتمَ خلال الفصل استعراض أهم الأعراض التي تـؤدي إلى الفشل المالي مثل توزيع أرباح المساهمين عـن طريـق القروض، تمويل الأصول الثابتة عن طريق القروض قصيرة الأجل، تأجيل سداد أوراق الدفع، انخفـاض معـدَل العائـد على الأموال المستثمرة بالإضافة إلى الأعـراض الأخـرى

التي يتعين استقصاؤها والتحقق من وجودها للعمل على علاجها.

ناقش الفشل الأسباب الداخلية والأسباب الخارجية التي تؤدي إلى الفشل المالي، والتي تدور حول عدم التنبؤ والتخطيط المالي السليم، وعدم توافر الخبرات الإدارية المدربة بالإضافة إلى انخفاض الطلب على منتجات الشركة، وتغير الظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية، بالإضافة إلى الأخطار العارضة الأخرى مثل الحريق أو السرقة.

ويمرُّ الفشل المالي بأربع مراحل أساسية:

١- مرحلة العسر المؤقت.

٢- مرحلة العسر المالي.

٣- مرحلة العسر الكلي.

٤- مرحلة الإفلاس.

استعرض الفصل ظاهرة المشروعات المتعثرة عن السداد في جمهورية مصر العربية، وتأثير ذلك على الفشل المالي. تمَّ توضيح أسباب مشكلة العثر المالي ووسائل علاج هذه المشكلة مع الشرح باستخدام حالات عملية.

الملاحق

الملحق الأول
أهم المصطلحات العلمية باللغة الإنجليزية

الفصل الأول:

أهمية الإدارة المالية والتحليل المالي

لمنظمات الأعمال

Financial Management	الإدارة المالية
Financial Analysis	التحليل المالي
Corporations	الشركات المساهمة
Commercial International Bank	البنك التجاري الدولي
Investment Decisions	قرارات الاستثمار
Finance Decisions	قرارات التمويل
Financial Institutions	المؤسسات المالية
Financial Planning	التخطيط المالي
Financial Control	الرقابة المالية
Coordination	التنسيق
Capital Market	سوق المال
Shareholders	المساهمين

Wealth Maximization	تعظيم الثروة
Profit Maximization	تعظيم الربح
Certainty	التأكد
Uncertainty	عدم التأكد
Project	مشروع
Dividend Policy System	نظام التوزيعات النقدية
Equity	حق الملكية
Agency Theory	نظرية الوكالة
Risk	الخطر
Return	العائد
Social Responsibility	المسئولية الاجتماعية
Earnings	العائد (الربحية)
Earnings Per Share (EPS)	ربحية السهم
Earnings/ Price (E/P)	عائد السهم (الأرباح/ سعر السهم)
Economic Recession	ركود اقتصادي
Economic Boom	انتعاش اقتصادي

الفصل الثاني:

سوق الأوراق المالية (الأسهم والسندات)

سوق الأسهم والسندات	Securities Market
بورصة الأوراق المالية	Stock Exchange
الأسهم	Shares
السندات	Bonds
الحقوق المالية	Financial Claims
الاكتتاب العام	Public Subscription
سعر الفائدة	Interest Rate
العائد الرأسمالي	Capital Gain
سوق النقد	Money Market
سوق رأس المال	Capital Market
المشتقات من الأوراق المالية	Derivative Securities
فترة الاستحقاق	Maturity
قبول البنك للأوراق التجارية	Banker's Acceptance
أذون الخزانة	Treasury Bills
الأوراق التجارية	Commerical Papers
الأوراق المالية	Financial Papers
شهادات الودائع	Certificates of Deposits (C/D's)

Negotiable Certificates of Deposits	شهادات الودائع قابلة للتداول
Face Value	القيمة الاسمية
Market Value	القيمة السوقية
Drafts	حوالات
Collateral	ضمانات
Common Stocks	أسهم عادية
Preferred Stocks	أسهم ممتازة
Common Preferred Stocks	أسهم ممتازة عادية
Cumulative Preferred Stocks	أسهم ممتازة مجمعة
Options	الخيارات
Call Options	حق شراء
Put Option	حق بيع
Futures	العقود المستقبلية
Assets Backed Securities	الأوراق المضمونة بالأصول
A Convertible Feature	ميزة التحويل
Hedging	التغطية
Speculator	المستثمر المضارب
Securitization	إعادة هيكلة المديونية

Primary Market	السوق الأولية
Secondary Market	السوق الثانوية
Private Placement	اكتتاب خاص
Underwriting	الاكتتاب في الأسهم
Stock Broker	سمسار أوراق مالية
Over The Counter Market (OTC)	السوق غير الرسمية لـلأوراق المالية
Efficient Portfolios	محفظة الاستثمار الكفء
Risk Averse Investor	مستثمر يكره الخطر
Risk Neutral Investor	مستثمر محايد للخطر
Risk Lover Investor	مستثمر يحبُ الخطر
Risk Premium	قسط الخطر
Risky Investments	استثمارات خطرة
Free – Risk Investments	استثمارات بدون خطر
Deiversification Principle	مبدأ التنويع
Unique Risk	الأخطار الفريدة
Market Risk	خطر السوق

الفصل الثالث:

القوائم المالية للشركات

Financial Statements	القوائم المالية
Free Cash Flow Concept	مفهوم التدفق النقدي الحر
The Balance Sheet	الميزانية العمومية
The Income Statement	قائمة الدخل
Liabilities	الخصوم
Current Assets	الأصول المتداولة
Accounts Receivable	حسابات القبض
Cash	النقدية
Marketable Securities	الأوراق المالية القابلة للتداول
Inventories Accounts	حسابات المخزون
Fixed Assets	الأصول الثابتة
Intangible Assets	الأصول غير الملموسة
Current Liabilities	الخصوم المتداولة
Accounts Payable	أوراق الدفع
Over Draft Facilities	تسهيلات السحب على المكشوف
Long Term Liabilities	التزامات طويلة الأجل
Shareholders Equity	حقوق المساهمين

Capital Lease Obligations	التزامات التأجير الرأسمالي
Additional Paid-In Capital	حساب رأس المال الإضافي
Treasury Stock	أسهم الصندوق والخزانة
Integrated System	نظام متكامل
Off- Balance Sheet Information	المعلومات خارج الميزانية

الفصل الرابع:

تقييم الأداء المالي (التحليل المالي)

التقييم المالي	Financial Evaluation
النسب المالية	Financial Ratios
المحلل المالي	Financial Analyst
نسب السيولة	Liquidity Ratios
رأس المال العامل	Working Capital
صافي رأس المال العامل	Net Working Capital
نسبة التداول	Current Ratio
نسبة التداول السريعة	Quick Ratio
المبيعات	Sales
هامش مجمل الربح	Gross Profit Margin Ratio
هامش ربح العمليات	Operating Profit Margin Ratio
معدّل العائد على الأصول	Return On Assets (ROA)
معدّل العائد على حق الملكية	Return on Equity (ROE)
معدّل دوران المخزون	Inventory Turn Over
معـدّل دوران أوراق القـبض (المدينين)	Accounts Receivable Turnover
معدّل دوران الأصول الثابتة	Fixed Assets Turnover

Total Assets Turnover	معدّل دوران إجمالي الأصول
Overall Assets Turnover	إجمالي جودة الإدارة
Total Debts to Assets Ratios	نسبة الديون لإجمالي الأصول
Total Debts to Equity Ratios	نسبة الديون إلى حق الملكية
Interest Coverage Ratio	معدّل تغطية الفوائد
Fixed Charge Coverage Ratio	معدّل تغطية الأعباء الثابتة
Earnings Per Share (EPS)	ربحية السهم
Book Value of Equity Per Share	القيمة الدفترية للسهم
Price Earning Ratio (P/E)	نسبة السعر إلى عائـد السـهم (مضاعف الربحية)
Dividend Per Share	التوزيعات النقدية للسهم
Earnings Multiplier	مضاعف الربحية

الفصل الخامس:

إدارة حسابات أوراق القبض (المدينون)

Accounts Receivable	حسابات أوراق القبض
Suppliers	الموردون
Consumers	المستهلكين
Bill of Exchange	الكمبيالة
Credit	الائتمان
Commercial Credit	الائتمان التجاري
Credit Risk	خطر الائتمان
Default Risk	خطر عدم السداد
Client's Quality	جودة العميل
Collection	التحصيل
Character	الشخصية
Financial Capacity	القدرة المالية
Economic Conditions	الأحوال الاقتصادية
Primary Sources of Finance	المصادر الأولية للتمويل
Seconary Sources of Finance	المصادر الثانوية للتمويل
Credit Scoring System	نظام تسجيل النقط
Consumer Credit	ائتمان المستهلكين

Pilot Study	دراسة استكشافية (أولية)
Cutoff Point	مجموع النقط المعيارية
Multiple Regression Analysis	الانحدار المتعدد
Dependent Variables	المتغيرات التابعة
Independent Variables	المتغيرات المستقلة

الفصل السادس:

إدارة المخزون

Inventory Management	إدارة المخزون
Raw Materials	المواد الخام
Work – in Process Inventory	مخزون إنتاج غير تام
Finished Goods	مخزون إنتاج تام
The Economic Order Quantity	الحجم الاقتصادي للشراء
Reorder Point	نقطة إعادة الطلب
Quantity Discount	خصم الكمية
Cost of Holding Inventory	تكلفة الاحتفاظ بالمخزون
Ordering Cost	تكلفة الطلب
Storage	تخزين
Depreciation	إهلاك
Safety Stock	مخزون الأمان
Just – in – Time Inventory	طلب البضاعة عند الحاجة
Cost Per Transaction	تكلفة العملية الواحدة

الفصل السابع:

الاستثمار في الأصول الثابتة

Fixed Assets	الأصول الثابتة
Equipment	المعدات
Buildings	المباني
Land	الأرض
Industrial Project	مشروع صناعي
Tangible Assets	أصول ملموسة
Intangible Assets	أصول غير ملموسة
Fixed Capital	رأس المال الثابت
Plant	المصنع
Infrastructure	المرافق العامة
Furniture	الأثاث
Technical Support	الدعم الفني
Contracts Costs	تكاليف التعاقد
Constancy Cost	تكلفة الاستشارات
Promotion Companies	حملات إعلانية
Reserves	الاحتياطيات

Provisions	المخصصات
Internal Finance	التمويل الداخلي
External Finance	التمويل الخارجي
Medium Term Loans	القروض متوسطة الأجل
Long Term Loans	القروض طويلة الأجل
Syndicated Loans	القروض المشتركة
Banks	البنوك
International Financial Institutions	المؤسسات المالية الدولية
Direct Loans	القروض المباشرة
Lead Bank	البنك الرائد (القائد)
Agent Bank	البنك الوكيل
Suppliers Facilities	تسهيلات الموردين
World Bank	البنك الدولي
International Finance Corporation	هيئة التمويل الدولية
Governmental Loans	القروض الحكومية

الفصل الثامن:

هيكل رأس المال

Capital Accounts	حسابات رأس المال
Capital Structure	هيكل رأس المال
Financial Leverage	الرافعة المالية
Retained Earnings	الأرباح المحتجزة
Standard Deviation	الانحراف المعياري
Average	المتوسط
Tax Advantage	ميزة ضريبية
Perfect Market	السوق الكفء
Discount Rate	معدّل الخصم
Capitalization Rate	معدّل الرسملة
Risk – Free	بدون خطر
Owner's Equity	حقوق أصحاب الشركة
Interest Paid	الفوائد المدفوعة
Loans Principle	أصل القرض
Cost of Capital	تكلفة رأس المال
Operating Profits	الأرباح التشغيلية

القيمة الحالية	Present Value
صافي القيمة الحالية	Net Present Value

الفصل التاسع:

التخطيط طويل الأجل والتنبؤ

Long Term Planning	التخطيط طويل الأجل
Financial Forecasting	التنبؤ المالي
Strategic Plans	الخطط الاستراتيجية
Corporate Purpose	مهمة الشركة
Corporate Scope	نطاق الشركة
Corporate Objectives	أهداف الشركة
Corporate Strategies	استراتيجيات الشركة
Operating Plans	الخطط التشغيلية
The Financial Plan	الخطة المالية
Sales Forecast	التنبؤ بالمبيعات
Constant Ratio Method	أسلوب النسب الثابتة
Financial Surplus	فائض مالي
Financial Deficit	عجز مالي
Project Management	إدارة المشروعات
Expected Sales	المبيعات المتوقعة
Pro Forma Income Statement	قائمة الدخل التقديرية

Pro Forma Financial Statement	القوائم المالية التقديرية
Pro Forma Balance Sheet	الميزانية العمومية التقديرية
Financial Model	النموذج المالي
Net Cash Flow	صافي التدفق النقدي
Cash Budget	الموازنة النقدية

الفصل العاشر:

تمويل عمليات شراء وتأجير الأصول

الإيجار التشغيلي	Operating Lease
الإيجار التمويلي	Financial lease
تأجير الأصول	Assets Leasing
المؤجر	Lessor
المستأجر	Lessee
التأجير المباشر	Direct Lease
التأجير مع شراء الأصل	Lease Purchase
عقد التأجير	Lease Contract
بيت التمويل	Finance House

الفصل الحادي عشر:

الفشل المالي

Financial Failure	الفشل المالي
Financial Stress	الضغط المالي
Financial Panic	الذعر المالي
Unqualified Management Staff	عمالة غير مؤهلة
Weak Collection System	ضعف نظام التحصيل
Internal Control System	النظام الداخلي للرقابة
Costs Analysis	تحليل التكاليف
Products Development	تطوير المنتجات
Research And Development	البحوث والتطوير
Marketing Research	بحوث التسويق
Financial Information System	نظام المعلومات المالية
Decision Support System	نظام دعم القرار الإداري
Feasibility Study	دراسة الجدوى
Foreign Exchange Risk	خطر سعر الصرف
Inflation Rate	معدّل التضخم
Political Risk	الخطر السياسي
Bank Loans	القروض البنكية

الملحق الثاني

جدول رقم (١)

القيمة الحالية لجنيه واحد مستثمر سنويا

	١٪	٢٪	٣٪	٤٪	٥٪	٦٪	٧٪	٨٪	٩٪	١٠٪	١٢٪	١٤٪	١٥٪
١	٠,٩٩٠	٠,٩٨٠	٠,٩٧١	٠,٩٦٢	٠,٩٥٢	٠,٩٤٣	٠,٩٣٥	٠,٩٢٦	٠,٩١٧	٠,٩٠٩	٠,٨٩٣	٠,٨٧٧	٠,٨٧٠
٢	٠,٩٨٠	٠,٩٦١	٠,٩٤٣	٠,٩٢٥	٠,٩٠٧	٠,٨٩٠	٠,٨٧٣	٠,٨٥٧	٠,٨٤٢	٠,٨٢٦	٠,٧٩٧	٧٦٩	٧٥٦
٣	٠,٩٧١	٠,٩٤٢	٠,٩١٥	٠,٨٨٩	٠,٨٦٤	٠,٨٤٠	٠,٨١٦	٠,٧٩٤	٠,٧٧٢	٠,٧٥١	٠,٧١٢	٠,٦٧٥	٠,٦٥٨
٤	٠,٩٦١	٠,٩٢٤	٠,٨٨٩	٠,٨٥٥	٠,٨٢٣	٠,٧٩٢	٠,٧٦٣	٠,٧٣٥	٠,٧٠٨	٠,٦٨٣	٠,٦٣٦	٠,٥٩٢	٠,٥٧٢
٥	٠,٩٥١	٠,٩٠٦	٠,٨٦٣	٠,٨٢٢	٠,٧٨٤	٠,٧٤٧	٠,٧١٣	٠,٦٨١	٠,٦٥٠	٠,٦٢١	٠,٥٧٦	٠,٥١٩	٠,٤٩٧
٦	٠,٩٤٢	٠,٨٨٨	٠,٨٣٧	٠,٧٩٠	٠,٧٤٦	٠,٧٠٥	٠,٦٦٦	٠,٦٣٠	٠,٥٩٦	٠,٥٦٤	٠,٥٠٧	٠,٤٥٦	٠,٤٣٢
٧	٠,٩٣٣	٠,٨٧١	٠,٨١٣	٠,٧٦٠	٠,٧١١	٠,٦٦٥	٠,٦٢٣	٠,٥٨٣	٠,٥٤٧	٠,٥١٣	٠,٤٥٢	٠,٤٠٠	٠,٣٧٦
٨	٠,٩٢٣	٠,٨٥٣	٠,٧٨٩	٠,٧٣١	٠,٦٧٧	٠,٦٢٧	٠,٥٨٢	٠,٥٤٠	٠,٥٠٢	٠,٤٦٧	٠,٤٠٤	٠,٣٥١	٠,٣٢٧
٩	٠,٩١٤	٠,٨٣٧	٠,٧٦٦	٠,٧٠٣	٠,٦٤٥	٠,٥٩٢	٠,٥٤٤	٠,٥٠٠	٠,٤٦٠	٠,٤٢٤	٠,٣٦١	٠,٣٠٠	٠,٢٨٤
١٠	٠,٩٠٥	٠,٨٢٠	٠,٧٤٤	٠,٦٧٦	٠,٦١٤	٠,٥٥٨	٠,٥٠٨	٠,٤٦٣	٠,٤٢٢	٠,٣٨٦	٠,٣٢٢	٠,٢٧٠	٠,٢٤٧
١١	٠,٨٩٦	٠,٨٠٤	٠,٧٢٢	٠,٦٥٠	٠,٥٨٥	٠,٥٢٧	٠,٤٧٥	٠,٤٣٩	٠,٣٨٨	٠,٣٥٠	٠,٢٨٧	٠,٢٣٧	٠,٢١٥
١٢	٠,٨٨٧	٠,٧٨٨	٠,٧٠١	٠,٦٢٥	٠,٥٥٧	٠,٤٩٧	٠,٤٤٤	٠,٣٩٧	٠,٣٥٦	٠,٣١٩	٠,٢٥٧	٠,٢٠٨	٠,١٨٧
١٣	٠,٨٧٩	٠,٧٧٣	٠,٦٨١	٠,٦٠١	٠,٥٣٠	٠,٤٦٩	٠,٤١٥	٠,٣٦٨	٠,٣٢٦	٠,٢٩٠	٠,٢٢٩	٠,١٨٢	٠,١٦٣
١٤	٠,٨٧٠	٠,٧٥٨	٠,٦٦١	٠,٥٧٧	٠,٥٠٥	٠,٤٤٢	٠,٣٨٨	٠,٣٤٠	٠,٢٩٩	٠,٢٦٣	٠,٢٠٥	٠,١٦٠	٠,١٤١
١٥	٠,٨٦١	٠,٧٤٣	٠,٦٤٢	٠,٥٥٥	٠,٤٨١	٠,٤١٧	٠,٣٦٢	٠,٣١٥	٠,٢٧٥	٠,٢٣٩	٠,١٨٣	٠,١٤٠	٠,١٢٣
١٦	٠,٨٥٣	٠,٧٢٨	٠,٦٢٣	٠,٥٣٤	٠,٤٥٨	٠,٣٩٤	٠,٣٣٩	٠,٢٩٢	٠,٢٥٢	٠,٢١٨	٠,١٦٣	٠,١٢٣	٠,١٠٧
١٧	٠,٨٤٤	٠,٧١٤	٠,٦٠٥	٠,٥١٣	٠,٤٣٦	٠,٣٧١	٠,٣١٧	٠,٢٧٠	٠,٢٣١	٠,١٩٨	٠,١٤٦	٠,١٠٨	٠,٠٩٣
١٨	٠,٨٣٦	٠,٧٠٠	٠,٥٨٧	٠,٤٩٤	٠,٤١٦	٠,٣٥٠	٠,٢٩٦	٠,٢٥٠	٠,٢١٢	٠,١٨٠	٠,١٣٠	٠,٩٥	٠,٠٨١
١٩	٠,٨٢٨	٠,٦٨٦	٠,٥٧٠	٠,٤٧٥	٠,٣٩٦	٠,٣٣١	٠,٢٧٧	٠,٢٣٢	٠,١٩٤	٠,١٦٤	٠,١١٦	٠,٠٨٣	٠,٠٧٠
٢٠	٠,٨٢٠	٠,٦٧٣	٠,٥٥٤	٠,٤٥٦	٠,٣٧٧	٠,٣١٢	٠,٥٨	٠,٢١٥	٠,١٧٨	٠,١٤٩	٠,١٠٤	٠,٠٧٣	٠,٠٦١
٢٥	٠,٧٨٠	٠,٦١٠	٠,٤٧٨	٠,٣٧٥	٠,٢٩٥	٠,٢٣٣	٠,١٨٤	٠,١٤٦	٠,١١٦	٠,٠٩٢	٠,٠٥٩	٠,٠٣٨	٠,٠٣٠

تابع جدول رقم (١):

القيمة الحالية لجنيه واحد مستثمر سنويا

	١٦٪	١٨٪	٢٠٪	٢٤٪	٢٨٪	٣٢٪	٣٦٪	٤٠٪	٥٠٪	٦٠٪	٧٠٪	٨٠٪	٩٠٪
١	٠,٨٦٢	٠,٨٤٧	٠,٨٣٣	٠,٨٨٦	٠,٧٨١	٠,٧٥٨	٠,٧٣٥	٠,٧١٤	٠,٦٦٧	٠,٦٢٥	٠,٥٨٨	٠,٥٥٦	٠,٥٢٦
٢	٠,٧٤٣	٠,٧١٨	٠,٦٩٤	٠,٦٥٠	٠,٦١٠	٠,٥٧٤	٠,٥٤١	٠,٥١٠	٠,٤٤٤	٠,٣٩١	٠,٣٤٦	٠,٣٠٩	٠,٢٧٧
٣	٠,٦٤١	٠,٦٠٩	٠,٥٧٩	٠,٥٢٤	٠,٤٧٧	٠,٤٣٥	٠,٣٩٨	٠,٣٦٤	٠,٢٩٦	٠,٢٤٤	٠,٢٠٤	٠,١٧١	٠,١٤٦
٤	٠,٥٥٢	٠,٥١٦	٠,٤٨٢	٠,٤٢٣	٠,٣٧٧	٠,٢٢٩	٠,٣٩٢	٠,٢٦٠	٠,١٩٨	٠,١٠٠	٠,١٢٠	٠,٠٩٥	٠,٠٧٧
٥	٠,٤٧٦	٠,٤٣٧	٠,٤٠٢	٠,٣٤١	٠,٢٩١	٠,٢٥٠	٠,٢١٥	٠,١٨٦	٠,١٣٢	٠,٠٩٥	٠,٠٧٠	٠,٠٥٣	٠,٤١
٦	٠,٤١٠	٠,٣٧٠	٠,٣٣٥	٠,٢٧٥	٠,٢٢٧	٠,١٨٩	٠,١٥٨	٠,١٣٣	٠,٠٨٨	٠,٠٦٠	٠,٠٤١	٠,٠٢٩	٠,٠٢١
٧	٠,٣٥٤	٠,٣١٤	٠,٢٧٩	٠,٢٢٢	٠,١٧٨	٠,١٤٣	٠,١١٦	٠,٠٩٥	٠,٠٥٩	٠,٠٣٧	٠,٠٢٤	٠,٠١٦	٠,٠١١
٨	٠,٣٠٥	٠,٢٦٦	٠,٢٣٣	٠,١٧٩	٠,١٣٩	٠,١٠٨	٠,٠٥٨	٠,٠٦٨	٠,٠٣٩	٠,٠٢٣	٠,٠١٤	٠,٠٠٩	٠,٠٠٦
٩	٠,٢٦٣	٠,٢٢٥	٠,١٩٤	٠,١٤٤	٠,١٠٨	٠,٠٨٢	٠,٠٦٣	٠,٠٤٨	٠,٠٢٦	٠,٠١٥	٠,٠٠٨	٠,٠٠٥	٠,٠٠٣
١٠	٠,٢٢٧	٠,١٩١	٠,١٦٢	٠,١١٦	٠,٠٨٥	٠,٠٦٢	٠,٠٤٦	٠,٠٣٥	٠,٠١٧	٠,٠٠٩	٠,٠٠٥	٠,٠٠٣	٠,٠٠٢
١١	٠,١٩٥	٠,١٦٢	٠,١٣٥	٠,٠٩٤	٠,٠٦٦	٠,٤٧	٠,٠٣٤	٠,٠٢٥	٠,٠١٢	٠,٠٠٦	٠,٠٠٣	٠,٠٠٢	٠,٠٠١
١٢	٠,٠١٦٨	٠,١٣٧	٠,١١٢	٠,٠٧٦	٠,٠٥٢	٠,٠٣٦	٠,٠٢٥	٠,٠١٨	٠,٠٠٨	٠,٠٠٤	٠,٠٠٢	٠,٠٠١	٠,٠٠١
١٣	٠,١٤٥	٠,١١٦	٠,٠٩٣	٠,٠٦١	٠,٠٤	٠,٠٢٧	٠,٠١٨	٠,٠١٣	٠,٠٠٥	٠,٠٠٢	٠,٠٠١	٠,٠٠١	٠٠٠
١٤	٠,١٢٥	٠,٠٩٩	٠,٠٧٨	٠,٠٤٩	٠,٠٣٢	٠,٠٢١	٠,٠١٤	٠,٠٠٩	٠,٠٠٣	٠,٠٠١	٠,٠٠١	٠٠٠	٠٠٠
١٥	٠,١٠٨	٠,٠٨٤	٠,٠٦٥	٠,٠٤٠	٠,٠٢٥	٠,٠١٦	٠,٠١٠	٠,٠٠٦	٠,٠٠٢	٠٠٠	٠٠٠	٠٠٠	٠٠٠
١٦	٠,٠٩٣	٠,٠٧١	٠,٠٥٤	٠,٠٣٢	٠,٠١٩	٠,٠١٢	٠,٠٠٧	٠,٠٠٥	٠,٠٠٢	٠٠٠	٠٠٠	٠٠٠	٠٠٠
١٧	٠,٠٨٠	٠,٠٦٠	٠,٠٤٥	٠,٠٢٦	٠,٠١٥	٠,٠٠٩	٠,٠٠٥	٠,٠٠٣	٠,٠٠١	٠٠٠	٠٠٠	٠٠٠	٠٠٠
١٨	٠,٠٦٩	٠,٥١	٠,٠٣٨	٠,٠٢١	٠,١٢	٠,٠٠٧	٠,٠٠٤	٠,٠٠٢	٠,٠٠١	٠٠٠	٠٠٠	٠٠٠	٠٠٠
١٩	٠,٠٦٠	٠,٠٤٣	٠,٠٣١	٠,٠١٧	٠,٠٠٩	٠,٠٠٥	٠,٠٠٣	٠,٠٠١	٠٠٠	٠٠٠	٠٠٠	٠٠٠	٠٠٠
٢٠	٠,٠٥١	٠,٠٣٧	٠,٠٢٦	٠,٠١٤	٠,٠٠٧	٠,٠٠٤	٠,٠٠٣	٠,٠٠٠	٠٠٠	٠٠٠	٠٠٠	٠٠٠	٠٠٠
٢٥	٠,٠٢٤	٠,١٦	٠,٠١٠	٠,٠٠٥	٠,٠٠٢	٠,٠٠١	٠,٠٠٢		٠٠٠	٠٠٠	٠٠٠	٠٠٠	٠٠٠

جدول رقم (٢)

القيمة الحالية لجنيه واحد مستثمر عدة سنوات

	١٪	٢٪	٣٪	٤٪	٥٪	٦٪	٧٪	٨٪	٩٪	١٠٪
١	٠,٩٩٠	٠,٩٨٠	٠,٩٧١	٠,٩٦٢	٠,٩٥٢	٠,٩٤٣	٠,٩٣٥	٠,٩٢٦	٠,٩١٧	٠,٩٠٩
٢	١,٩٧٠	١,٩٤٢	١,٩١٣	١,٨٨٦	٠,٨٥٩	١,٨٣٣	١,٨٠٨	١,٧٨٣	١,٧٥٩	١,٧٣٦
٣	٢,٩٤١	٢,٨٨٤	٢,٨٢٩	٢,٧٧٥	٢,٧٢٣	٢,٦٧٣	٢,٦٧٤	٢,٥٧٧	١,٥٣١	٢,٤٨٧
٤	٣,٩٠٢	٣,٨٠٨	٣,٧١٧	٣,٦٣٠	٣,٥٤٦	٣,٤٦٥	٣,٣٨٧	٣,٣١٢	٣,٢٤٠	٣,١٧٠
٥	٤,٨٥٣	٤,٧١٣	٤,٥٣٠	٤,٤٥٢	٤,٣٢٩	٤,٢١٢	٤,١٠٠	٣,٩٩٣	٣,٨٩٠	٣,٧٩١
٦	٥,٧٩٥	٥,٦٠١	٥,٤١٧	٥,٢٤٢	٥,٠٧٦	٤,٩١٧	٤,٧٦٧	٤,٦٢٣	٤,٤٨٦	٤,٣٥٥
٧	٦,٧٢٨	٦,٤٧٢	٦,٢٣٠	٦,٠٠٢	٥,٧٨٦	٥,٥٨٢	٥,٣٨٩	٥,٢٠٦	٥,٠٣٣	٤,٨٦٨
٨	٧,٦٥٢	٧,٣٢٥	٧,٠٢٠	٣,٧٣٣	٦,٤٦٣	٦,٣١٠	٥,٩٧١	٥,٧٤٧	٥,٥٣٥	٥,٣٣٥
٩	٨,٥٦٦	٨,١٦٢	٧,٧٨٦	٧,٤٣٥	٧,١٠٨	٦,٨٠٢	٦,٥١٥	٦,٢٤٧	٥,٩٩٥	٥,٧٥٩
١٠	٩,٧٤١	٨,٩٨٣	٨,٥٣٠	٨,١١١	٧,٧٢٢	٧,٣٦٠	٧,٠٢٤	٦,٧١٠	٦,٤١٨	٦,١٤٥
١١	١٠,٣٦٨	٩,٧٨٧	٩,٢٥٣	٨,٧٦٠	٨,٣٠٦	٧,٨٨٧	٧,٤٩٩	٧,١٣٩	٦,٨٠٥	٦,٤٩٥
١٢	١١,٢٥٥	١٠,٥٧٥	١,٩٥٤	٩,٣٨٥	٨,٨٦٣	٨,٣٨٤	٧,٩٤٣	٧,٥٣٦	٧,١٦١	٦,٨١٤
١٣	١٢,١٣٤	١١,٣٤٨	١٠,٦٣٥	٩,٩٨٦	٩,٣٩٤	٨,٨٥٣	٨,٣٥٨	٧,٩٠٤	٧,٤٨٧	٧,١٠٣
١٤	١٣,٠٠٤	١٢,١٠٦	١١,٢٩٦	١٠,٥٦٣	٩,٨٩٩	٩,٢٩٥	٨,٧٤٥	٨,٢٤٤	٧,٧٨٦	٧,٣٦٧
١٥	١٣,٨٦٥	١٢,٨٤٩	١١,٩٣٨	١١,١١٨	١٠,٣٨٠	٩,٧١٢	٩,١٠٨	٨,٥٥٩	٨,٠٦١	٧,٦٠٦
١٦	١٤,٧١٨	١٣,٥٧٨	١٢,٥٦١	١١,٦٥٢	١٠,٨٣٨	١٠,١٠٦	٩,٤٤٧	٨,٨٥١	٨,٣١٣	٧,٨٢٤
١٧	١٥,٥٦٢	١٤,٢٩٢	١٣,١٦٦	١٢,١٦٦	١١,٢٧٤	١٠,٤٧٧	٩,٧٦٣	٩,١٢٢	٨,٥٤٤	٨,٠٢٢
١٨	١٦,٣٩٨	١٤,٩٩٢	١٣,٧٥٤	١٢,٦٥٩	١١,٦٩٠	١٠,٨٢٨	١٠,٠٥٩	٩,٣٧٢	٨,٧٥٦	٨,٢٠١
١٩	١٧,٢٢٦	١٥,٦٧٨	١٤,٣٢٤	١٣,١٣٤	١٢,٠٨٥	١١,١٥٨	١٠,٣٣٦	٩,٦٠٤	٨,٩٥٠	٨,٣٦٥
٢٠	١٨,٠٤٦	١٦,٣٥١	١٤,٨٧٧	١٣,٥٩٠	١٢,٤٦٢	١١,٤٧٠	١٠,٥٩٤	٩,٨١٨	٩,١٢٩	٨,٥١٤
٢٥	٢٢,٠٢٣	١٩,٥٢٣	١٧,٤١٣	١٥,٦٢٢	١٤,٠٩٤	١٢,٧٨٣	١١,٦٥٤	١٠,٦٧٥	٩,٨٢٣	٩,٠٧٧

تابع جدول رقم (٢):

القيمة الحالية لجنيه واحد مستثمر لعدة سنوات

	١٢٪	١٤٪	١٦٪	١٨٪	٢٠٪	٢٤٪	٢٨٪	٣٢٪	٣٦٪
١	٠,٨٩٣	٠,٨٧٧	٠,٨٦٢	٠,٨٤٧	٠,٨٣٢	٠,٨٠٦	٠,٧٨١	٠,٧٥٨	٠,٧٣٥
٢	١,٦٩٠	١,٦٤٧	١,٦٠٥	١,٥٦٦	١,٥٢٨	١,٤٥٧	١,٣٩٢	١,٣٣٢	١,٢٧٦
٣	٢,٤٠٢	٢,٣٢٢	٢,٢٤٦	٢,١٧٤	٢,١٠٦	١,٩٨١	١,٨٦٨	١,٧٦٦	١,٦٧٤
٤	٣,٠٣٧	٢,٩١٤	٢,٧٩٨	٢,٦٩٠	٢,٥٨٩	٢,٤٠٤	٢,٢٤١	٢,٠٩٦	١,٩٦٦
٥	٣,٦٠٥	٣,٤٣٣	٣,٢٧٤	٣,١٢٧	٢,٩٩١	٢,٧٤٥	٢,٥٣٢	٢,٣٤٥	٢,١٨١
٦	٤,١١١	٣,٨٨٩	٣,٦٨٥	٣,٤٩٨	٣,٣٢٦	٣,٠٢٠	٢,٧٥٩	٢,٥٣٤	٢,٣٣٩
٧	٤,٥٦٤	٤,٢٨٨	٤,٠٣٩	٣,٨١٢	٣,٦٠٥	٣,٢٤٢	٢,٩٣٧	٢,٦٧٨	٢,٤٥٥
٨	٤,٩٦٨	٤,٦٣٩	٤,٣٤٤	٤,٠٧٨	٣,٨٣٧	٣,٤٢١	٣,٠٧٦	٢,٧٨٦	٢,٥٤٠
٩	٥,٣٢٨	٤,٩٤٦	٤,٦٠٧	٤,٣٠٣	٤,٠٣١	٣,٥٦٦	٣,١٨٤	٢,٨٦٨	٢,٦٠٣
١٠	٥,٦٥٠	٥,٢١٦	٤,٨٣٣	٤,٤٩٤	٤,١٩٣	٣,٦٨٢	٣,٢٦٩	٢,٩٣٠	٢,٦٥٠
١١	٥,٩٨٨	٥,٤٥٣	٥,٠٢٩	٤,٦٥٦	٤,٣٢٧	٣,٧٧٦	٣,٣٣٥	٢,٩٧٨	٢,٦٨٣
١٢	٦,١٩٤	٥,٦٦٠	٥,١٩٧	٤,٧٩٣	٤,٤٣٩	٣,٨٥١	٣,٣٨٧	٣,٠١٣	٢,٧٠٨
١٣	٦,٤٢٤	٥,٨٤٢	٥,٣٤٢	٤,٩١٠	٥,٥٣٣	٣,٩١٢	٣,٤٢٧	٣,٠٤٠	٢,٧٢٧
١٤	٦,٦٢٨	٦,٠٠٢	٥,٤٦٨	٥,٠٠٨	٤,٦١١	٣,٩٦٢	٣,٤٥٩	٣,٠٦١	٢,٧٤٠
١٥	٦,٨١١	٦,١٤٢	٥,٥٧٥	٥,٠٩٢	٤,٦٧٥	٤,٠٠١	٣,٤٨٣	٣,٠٧٦	٢,٧٥٠
١٦	٦,٩٧٤	٦,٢٦٥	٥,٦٦٨	٥,١٦٢	٤,٧٣٠	٤,٠٣٣	٣,٥٠٣	٣,٠٨٨	٢,٧٥٨
١٧	٧,١٠٢	٦,٣٧٣	٥,٧٤٩	٥,٢٢٢	٤,٧٧٥	٤,٠٥٩	٣,٥١٨	٣,٠٩٧	٢,٧٦٣
١٨	٧,٢٥٠	٦,٤٦٧	٥,٨١٨	٥,٢٧٣	٤,٨١٢	٤,٠٨٠	٣,٥٢٩	٣,١٠٤	٢,٧٦٧
١٩	٧,٣٦٦	٦,٥٥٠	٥,٨٧٧	٥,٦١٣	٤,٨٤٤	٤,٠٩٧	٣,٥٣٩	٣,١٠٩	٢,٧٧٠
٢٠	٦,٤٦٩	٦,٦٢٣	٥,٩٢٩	٥,٣٥٣	٤,٨٧٠	٤,٠١١٠	٣,٥٤٦	٣,١١٣	٢,٧٧٢
٢٥	٧,٨٤٣	٦,٨٧٣	٦,٠٩٧	٥,٤٦٧	٤,٩٤٨	٤,١٤٧	٣,٥٦٤	٣,١٤٢	٢,٧٧٦